Revista de Direito Mercantil

industrial, econômico e financeiro

Vol. nº 192, n.º 1, jul. 2026/ set. 2026

EXPERT
EDITORA DIGITAL

rdm
revista de direito mercantil

RDM 192, n.º 1

Artigos e Atualidades:

1. Quitus Brasileiro: Entre Excepcionalismo e Anacronismo (Carlos Pagano Portugal Gouvêa; Botana et al.)
2. A Teoria do Contrato Incompleto: Análise de Cláusulas Selecionadas (Carlos Alberto Marion)
3. A Nulidade da Deliberação que Aprova Balanço Falso e sua Implicação para os Efeitos Exoneratórios Decorrentes do Art. 134, § 3º, da LSA ("Quitus") (Larissa Sayuri Tavares Tamashiro)
4. A Desconsideração da Personalidade Jurídica de Empresas em Processo Falimentar (Vida Catarina Silva Vasconcelos)
5. Uma Guinada na Abordagem da Regulação Financeira no Brasil: A Reforma do Capital Mínimo e a Transição para uma Regulação Baseada em Atividades (Victor Chang Almeida Carvalho)
6. Ausência da Floating Charge no Direito Brasileiro: Causas, Impacto no Crédito e Alternativas (Raul Dias da Cruz)
7. A Continuação Provisória de Atividades na Falência: Reflexões e Proposições acerca da Positivação do Instituto no Brasil (Ilio G. Sanchez)
8. A Responsabilidade Civil dos Assessores de Investimentos e Instituições Intermediárias do Sistema de Distribuição de Valores Mobiliários (Ana Claudia Clemente Amaro da Silva)
9. SPACs (Companhias de Propósito Específico de Aquisição): A Anatomia Jurídico-Econômica de um Produto (Pedro G. M. S. Barbosa)
10. Do Papel à Prática: A Tensão entre Normas Formais e Relacionais na Análise Estrutural do Acordo ISDA (Thais Ferreira Marques)

IDGLOBAL
Instituto de Direito Global

rdm
revista de direito mercantil

EXPERT
EDITORA DIGITAL

Revista de Direito Mercantil

industrial, econômico e financeiro

REVISTA DE DIREITO MERCANTIL
industrial, econômico e financeiro
v. 192, n.º 1

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

Ano 66 (Nova Série)

Junho 2026 / Setembro 2026

REVISTA DE DIREITO MERCANTIL
Industrial, econômico e financeiro
Nova Série – Ano 66 – v. 192, n.º 1 – Junho 2026/Setembro 2026

FUNDADORES:

1 a FASE: WALDEMAR FERREIRA
FASE ATUAL: Profs. Philomeno J. da Costa e Fábio Konder Comparato

CONSELHO EDITORIAL:

Alexandre Soveral Martins	Ana de Oliveira Frazão
Carlos Klein Zanini	Gustavo José Mendes Tepedino
Jorge Manuel Coutinho de Abreu	José Augusto Engrácia Antunes
Judith Martins-Costa	Luís Miguel Pestana de Vasconcelos
Paulo de Tarso Domingues	Ricardo Oliveira García
Rui Pereira Dias	Sérgio Campinho

COMITÊ DE REDAÇÃO:

Antonio Martín	Balmes Vega Garcia
Calixto Salomão Filho	Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa
Eduardo Secchi Munhoz	Erasmo Valladão Azevedo E Novaes França
Francisco Satiro De Souza Junior	Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa
José Alexandre Tavares Guerreiro	José Marcelo Martins Proença
Juliana Krueger Pela	Luiz Gastão Paes de Barros Leães
Mauro Rodrigues Penteado	Manoel De Queiroz Pereira Calças
Marcos Paulo De Almeida Salles	Marcelo Vieira Von Adamek
Newton de Lucca	Paula Andréa Forgioni
Paulo Fernando Campos Salles De Toledo	Paulo Frontini
Priscila Maria Pereira Corrêa Da Fonseca	Rachel Sztajn

Renata Mota Maciel
Rodrigo Octávio Broglia Mendes
Sheila Christina Neder Cerezetti
Vinícius Marques De Carvalho
Roberto Augusto Castellanos Pfeiffer
Ruy Camilo Pereira Junior
Thiago Saddi Tannous
Vitor Henrique Pinto Ido

COORDENADORES ASSISTENTES DE EDIÇÃO:

Beatriz de Sousa
Luma Luz
Heitor Augusto Pavan Tolentino Pereira
Rafaela Vidal Codogno
Matheus Chebli De Abreu

ASSESSORIA DE EDIÇÃO DISCENTE:

Ana Carolina Amado Britto
Ana Luísa Sepulcri Basilio
Bárbara Deki Meirelles
Camila Borja de Oliveira
Letícia Thiemy Venturini
Luiza Viana Pessoa Lopes
Mariana Caroline Silva Aguiar
Maria Vilasboas Fagundes
Stella dos Santos Lemos Fernandes
Sofia Buchala
Yasmin Haddad D'Alpino

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

Direção Executiva: Luciana de Castro Bastos
Direção Editorial: Daniel Carvalho
Diagramação e Capa: Editora Expert
Revisão: Do Autor
A regra ortográfica usada foi prerrogativa do autor.

Todos os livros publicados pela Expert Editora Digital estão sob os direitos da Creative Commons 4.0 BY-SA. https://br.creativecommons.org/
"A prerrogativa da licença Creative Commons 4.0, referências, bem como a obra, são de responsabilidade exclusiva do autor"

AUTORES:

ISBN:

Publicado Pela Editora Expert, Belo Horizonte, Outubro de 2026

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

Pedidos dessa obra:

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

MINI-CURRÍCULOS DOS AUTORES:

Ana Carolina Simões: Graduanda em Direito pela Universidade de São Paulo (USP).

Ana Claudia Clemente Amaro da Silva: Residente jurídica no Departamento de Defesa do Meio Ambiente e Patrimônio (DEMAP) da Procuradoria Geral do Município de São Paulo (PGM/SP). Formada em Direito pela Universidade Federal de São Paulo – UNIFESP (2021-2025). Ex-integrante da Clínica de Direitos Humanos da UNIFESP (2021-2022).

Ana Luísa Sepulcri Basilio: Graduanda em Direito pela Universidade de São Paulo (USP) .

Bruna Paim Zanini: Graduanda em Direito pela Universidade de São Paulo (USP).

Carlos Alberto Marion: Mestrando em Direito da FGV SP. Atua mercado financeiro com experiência em operações estruturadas e de mercado de capitais.

Carlos Portugal Gouvêa: Livre-Docente em Direito Comercial pela Faculdade de Direito da USP (2022). Professor Associado de Direito Comercial da Universidade de São Paulo (USP) e sócio fundador do PGLaw. Doutor em Direito pela Universidade de Harvard (S.J.D., 2008). Bacharel pela Universidade de São Paulo (USP). Lecionou como professor visitante na Harvard Law School e foi pesquisador visitante na Yale Law School e na Wharton Business School da University of Pennsylvania. É credenciado pela Ordem dos Advogados do Brasil e pela New York State Bar Association. É membro vice-presidente da Comissão de Mercado de Capitais e Governança Corporativa da OAB-SP e membro do conselho da Comissão Fulbright do Brasil. Foi membro do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.

Cintia Massue Ribeiro Eguchi: Bacharel em Direito pela Universidade de São Paulo (USP). Advogada de Mercado de Capitais e Companhias Abertas no Demarest Advogados.

Emanuele Szaz Mateus: Graduanda em Direito pela Universidade de São Paulo (USP).

Gabriel Tavares Silva: Graduando em Direito pela Universidade de São Paulo (USP).

Ilio Gregolin Sanchez: Graduado em Direito pela Universidade Presbiteriana Mackenzie. Pós-graduando em Direito Empresarial pelo Insper. Integrante do TMA NextGen Brasil 2026. Advogado em São Paulo.

Júlia Batista Bertolace de Oliveira: Graduanda em Direito pela Universidade de São Paulo (USP).

Júlia Fagundes Pescador: Graduanda em Direito pela Universidade de São Paulo (USP) .

Júlia Tramonte Felix: Graduanda em Direito pela Universidade de São Paulo (USP).

Larissa Sayuri Tavares Tamashiro: Mestre em Direito Comercial pela Universidade de São Paulo - USP. Pós-graduada em Direito Empresarial pela Fundação Getúlio Vargas - FGV. Bacharel em Direito pela Universidade de São Paulo — USP, com programa de mobilidade acadêmica na Université Paris I Panthéon-Sorbonne. Advogada em São Paulo.

Lucas Mateus: Graduando em Direito pela Universidade de São Paulo (USP).

Marcos Vinicius Menezes Santos: Graduando em Direito pela Faculdade de Direito da Universidade de São (USP).

Maria Eduarda Lessa: LL.M. Candidate, Harvard Law School.

Paulo Sergio Mendes de Brito Júnior: Graduando em Direito pela Universidade de São Paulo (USP).

Pedro Guilherme Moreira Silva Barbosa: Bacharel em Direito pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Atua na prática de Mercado de Capitais, Societário e M&A. Possui experiência

na orientação de estruturas transacionais envolvendo fundos de investimentos e sociedades empresariais, em especial private placements, ofertas públicas de distribuição (iniciais ou subsequentes) de ações, ofertas públicas de dívida (incluindo financiamento de projetos e de aquisições), securitização e M&A. Possui destaque na cobertura de setores de infraestrutura, agronegócio, imobiliário e óleo e gás. Por fim, atua nas mais diversas demandas regulatórias e societárias (incluindo o contencioso administrativo) envolvendo Comissão de Valores Mobiliários (CVM), Banco Central do Brasil (Bacen), B3, ANBIMA, Securities Exchange Comission (SEC), FINRA e outros órgãos reguladores e autorreguladores do mercado financeiro e de capitais.

Pedro Lucas Marques Oliveira: Graduando em Direito pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Estagiário nas áreas de contencioso cível e consultivo de Portugal Gouvêa e Sant'Ana Sociedade de Advogados. Integrou extensões e grupos de estudo voltados ao Direito Processual Civil e ao Direito Comercial, como o Centro de Estudos em Direito Empresarial (2023 a 2024), Grupo de Estudos em Direito Processual Civil (2025), Centro de Governança Corporativa da USP (2024 e 2025) e Programa em Negociação (2023).

Pedro Nobre Brandão: Graduando em Direito pela Universidade de São Paulo (USP).

Raul Dias da Cruz: Bacharel em Direito pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Advogado na área empresarial, bancária e tributária. É membro efetivo da Comissão Especial de Direito Bancário da OAB/SP (2025-2027).

Thaís Ferreira Marques: Mestranda na linha de pesquisa Empresa e Atividades Econômicas do Programa de Pós-Graduação em Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (UERJ). Pós-graduada em Direito Societário e Mercado de Capitais pela Fundação Getúlio Vargas (FGV-RJ). Bacharel em Direito pela Universidade do

Estado do Rio de Janeiro (UERJ). Advogada e Sócia Coordenadora do Jurídico, Compliance e Sustentabilidade do Bahia Asset Management.

Victor Chang Almeida Carvalho: mestrando em Direito Comercial pela Universidade de São Paulo (USP), graduado em Direito pela Universidade do Estado da Bahia (UNEB). Advogado da prática de Bancário, Operações e Serviços Financeiros do Lefosse Advogados.

Vida Catarina Silva Vasconcelos: Advogada. Graduada em Direito pela Universidade Federal da Bahia. L.L.M em Direito Empresarial pela Fundação Getulio Vargas. Pós-graduada em Direito Contratual pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. e-mail: vidacv13@gmail.com.

Yasmin Haddad D'Alpino: Bacharel em Direito pela Universidade de São Paulo (USP).

SUMÁRIO

Quitus brasileiro: entre excepcionalismo e anacronismo.....15
Carlos Portugal Gouvêa, Ana Carolina Simões, Ana Luísa Sepulcri Basilio, Bruna Paim Zanini, Cintia Massue Ribeiro Eguchi, Emanuele Szaz Mateus, Gabriel Tavares Silva, Júlia Batista Bertolace de Oliveira, Júlia Fagundes Pescador, Júlia Tramonte Felix, Lucas Mateus, Marcos Vinicius Menezes Santos, Maria Eduarda Lessa, Paulo Sergio Mendes de Brito Júnior, Pedro Lucas Marques Oliveira, Pedro Nobre Brandão, Yasmin Haddad D'Alpino

A teoria do contrato incompleto: Análise de cláusulas selecionadas 101
Carlos Alberto Marion (Fundação Getúlio Vargas)

A nulidade da deliberação que aprova demonstrações financeiras inverídicas e sua implicação para o efeito exoneratório previsto no art. 134, § 3º da LSA ("*quitus*") 133
Larissa Sayuri Tavares Tamashiro (Universidade de São Paulo)

A desconsideração da personalidade jurídica de empresas em processo falimentar.....173
Vida Catarina Silva Vasconcelos (Pontifícia Universidade Católica de São Paulo)

Uma guinada na abordagem da regulação financeira no Brasil: A reforma do capital mínimo e a transição para uma regulação baseada em atividades.....199
Victor Chang Almeida Carvalho (Universidade de São Paulo)

Ausência da *floating charge* no direito brasileiro: Causas, impacto no crédito, e alternativas 229
Raul Dias da Cruz (Universidade de São Paulo)

A continuação provisória de atividades na falência: Reflexões e proposições acerca da positivação do instituto no Brasil.....265
Ilio Gregolin Sanchez (Mackenzie, São Paulo)

A responsabilidade civil dos assessores de investimentos e instituições intermediárias do sistema de distribuição de valores mobiliários.....317
Ana Claudia Clemente Amaro da Silva (Universidade Federal de São Paulo)

SPACS (companhias de propósito específico de aquisição): a anatomia jurídico-econômica de um produto.....367
pedro Guilherme Moreira Silva Barbosa (Universidade de São Paulo)

Do papel à prática: a tensão entre normas formais e relacionais na análise estrutural do acordo ISDA 413
Thaís Ferreira Marques (Universidade do Estado do Rio de Janeiro)

QUITUS BRASILEIRO: ENTRE EXCEPCIONALISMO E ANACRONISMO

BRAZILIAN QUITUS: BETWEEN EXCEPTIONALISM AND ANACHRONISM

Carlos Portugal Gouvêa[1]
Ana Carolina Simões[2]
Ana Luísa Sepulcri Basilio[3]
Bruna Paim Zanini[4]
Cintia Massue Ribeiro Eguchi[5]
Emanuele Szaz Mateus[6]
Gabriel Tavares Silva[7]
Júlia Batista Bertolace de Oliveira[8]
Júlia Fagundes Pescador[9]
Júlia Tramonte Felix[10]
Lucas Mateus[11]
Marcos Vinicius Menezes Santos[12]

1 Professor Associado do Departamento de Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Professor Visitante da Harvard Law School.

2 Graduanda em Direito pela Universidade de São Paulo (USP).

3 Graduanda em Direito pela Universidade de São Paulo (USP).

4 Graduanda em Direito pela Universidade de São Paulo (USP).

5 Bacharel em Direito pela Universidade de São Paulo (USP). Advogada de Mercado de Capitais e Companhias Abertas no Demarest Advogados.

6 Graduanda em Direito pela Universidade de São Paulo (USP).

7 Graduando em Direito pela Universidade de São Paulo (USP).

8 Graduanda em Direito pela Universidade de São Paulo (USP).

9 Graduanda em Direito pela Universidade de São Paulo (USP).

10 Graduanda em Direito pela Universidade de São Paulo (USP).

11 Graduando em Direito pela Universidade de São Paulo (USP).

12 Graduando em Direito pela Faculdade de Direito da Universidade de São (USP).

Maria Eduarda Lessa[13]
Paulo Sergio Mendes de Brito Júnior[14]
Pedro Lucas Marques Oliveira[15]
Pedro Nobre Brandão[16]
Yasmin Haddad D'Alpino[17]

Resumo: Este artigo aborda a exoneração automática de responsabilidade dos administradores mediante a aprovação de contas – o "*quitus brasileiro*" – no contexto nacional e nas maiores economias do mundo. A pesquisa faz três contribuições. Primeiro, traça-se uma análise histórica sobre as origens e a evolução do *quitus brasileiro*, com ênfase no surgimento do requisito de anulação judicial da deliberação de aprovação de contas como condição de procedibilidade à propositura da ação de responsabilidade. Segundo, mediante análise da legislação atual das cinquenta maiores economias do mundo, revela-se o excepcionalismo jurídico do *quitus brasileiro,* sendo o Brasil o único país com previsão legislativa de exoneração automática. Terceiro, ao investigar o desenvolvimento histórico dos diversos regimes de liberação da administração nas dez maiores economias do Norte e Sul Global, o estudo revela movimento de superação do instituto exoneratório com reformas que restringiram ou eliminaram sua aplicação. Os achados deste estudo sugerem profunda divergência entre o regime brasileiro e as tendências globais na atualidade, em exemplo de anacronismo e excepcionalidade. Para além da anomalia jurídica corrente, o *quitus brasileiro* representa "fóssil jurídico" remanescente de instituto há décadas abolido alhures,

13 LL.M. Candidate, Harvard Law School.

14 Graduando em Direito pela Universidade de São Paulo (USP).

15 Graduando em Direito pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Estagiário nas áreas de contencioso cível e consultivo de Portugal Gouvêa e Sant'Ana Sociedade de Advogados. Integrou extensões e grupos de estudo voltados ao Direito Processual Civil e ao Direito Comercial, como o Centro de Estudos em Direito Empresarial (2023 a 2024), Grupo de Estudos em Direito Processual Civil (2025), Centro de Governança Corporativa da USP (2024 e 2025) e Programa em Negociação (2023).

16 Graduando em Direito pela Universidade de São Paulo (USP).

17 Bacharel em Direito pela Universidade de São Paulo (USP).

resistindo a pressões nacionais e estrangeiras para o fortalecimento da proteção. Destaca-se, em conclusão, a urgência de reforma e perspectivas para o futuro do *quitus* no Brasil.

Abstract: This article examines the automatic discharge of directors' liability upon the approval of accounts—the "Brazilian quitus"—in Brazil and in the world's largest economies. The research makes three contributions. First, it provides a historical analysis of the origins and evolution of the Brazilian quitus, with particular emphasis on the emergence of the requirement that shareholders' resolutions approving accounts be judicially annulled as a condition precedent for the filing of a liability suit. Second, by analyzing the current legislation of the fifty largest economies worldwide, it demonstrates the exceptionalism of the Brazilian regime, as Brazil stands as the only country with a statutory mechanism for automatic discharge. Third, by investigating the historical development of various discharge regimes in the ten largest economies of the Global North and South, the study uncovers a broader trend of overcoming the institution through reforms that have restricted or abolished its application. The findings suggest a profound divergence between the Brazilian framework and contemporary global trends, in a clear instance of both anachronism and exceptionalism. Beyond its current doctrinal anomaly, the Brazilian quitus represents a "legal fossil," a remnant of an institution abolished elsewhere decades ago. The Brazilian model not only resists domestic and international pressures to strengthen investor protection but does so in a uniquely isolated and anachronistic fashion. The report concludes by emphasizing the urgency of reform and outlining perspectives for the future of the quitus in Brazil.

Palavras-chave: Direito societário – Responsabilidade civil de administradores – *Quitus* – Exoneração de responsabilidade – Aprovação de contas – Direito comparado

Abstract Keywords: Corporate Law – Directors' Civil Liability Quitus – Discharge from Liability – Approval of Accounts Comparative Law

Sumário: Introdução – I. Exoneração de Responsabilidade de Administradores no Brasil – A. Origens Históricas do Quitus Brasileiro – B. Contemporaneidade e Desdobramentos do Quitus Brasileiro – C. Requisito de Anulação Judicial – D. Projeto de Lei nº 2.925/2023 e o Futuro do Quitus Brasileiro – II. Estudo Comparado: Regimes de Exoneração de Responsabilidade de Administradores – A. Regimes de Exoneração de Responsabilidade de Administradores nas Cinquenta Maiores Economias Globais – B. Evolução dos Regimes de Exoneração nas Dez Maiores Economias do Norte e Sul Global – Conclusão.

INTRODUÇÃO

No Brasil, conforme o Art. 134, § 3º da Lei das Sociedades por Ações (LSA)[18], o ato da aprovação das contas e demonstrações financeiras pela assembleia geral de acionistas confere exoneração automática de responsabilidade aos administradores, desde que não haja erro, dolo, fraude ou simulação. Nos mais diversos ordenamentos jurídicos, há previsão de modalidades exoneratórias de responsabilidade mediante deliberação expressa dos acionistas ou ratificação de atos específicos da administração no momento da aprovação de contas[19]. A estas manifestações dá-se de modo geral o nome de *quitus*[20] ou *décharge*.

Ocorre que o efeito liberatório *automático* tal qual previsto no Brasil, sem qualquer deliberação expressa em tal sentido dos acionistas, não encontra equivalentes no panorama global. Por este motivo, denomina-se o mecanismo distintivo previsto no Art. 134,

18 BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (Lei das Sociedades por Ações – LSA). No original: "Art. 134. (...) § 3º 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)."

19 Ver seção II.A *infra*.

20 O uso da palavra *quitus* para se referir ao ato de aprovação de contas teria surgido do termo francês "*quitte*", que denotava a liberação de uma responsabilidade moral ou de uma culpa. Ao menos após 1789, há registro de aparições do termo na França no contexto do controle das finanças públicas do Estado francês. ABADIE, Pauline. Le quitus. Revue trimestrielle de droit commercial et de droit économique, n. 3, jul./set. 2017, pp. 501-525, p. 502.

§ 3º da LSA de "*quitus brasileiro*". Esta espécie de *quitus* à brasileira subsume em ato único e indivisível a responsabilidade fiscalizatória de aprovação das contas exercida pelos acionistas e a prerrogativa liberatória de responsabilidade da administração. Ao condensar aprovação de contas e exoneração, a lei societária brasileira confere à última, que deveria ser faculdade da assembleia de acionistas, efeito imperativo. Diante disso, faz-se necessário analisar as origens e o desenvolvimento deste "*quitus brasileiro*" em perspectiva histórica e comparada.

Do ponto de vista histórico, o *quitus brasileiro* mostra-se um mecanismo anacrônico, característico de ordenamentos do século XIX. A exoneração automática existe no ordenamento jurídico brasileiro desde 1882, sendo que, àquela época, a regra já era percebida como "porta aberta à impunidade"[21]. Durante mais de dois séculos, o instituto foi progressivamente ampliado por meio de diversas reformas. Na prática, os efeitos do dispositivo são potencializados pelo entendimento doutrinário e jurisprudencial de que a ação de responsabilidade contra administradores depende de prévia anulação da deliberação assemblear que aprovou as referidas contas. Nesta medida, o instituto obstaculiza em certa medida o efetivo *enforcement* societário dos direitos dos acionistas minoritários.

Do ponto de vista comparado, o *quitus brasileiro* afigura-se um mecanismo excepcional. A análise das leis societárias vigentes nas cinquenta maiores economias do mundo demonstra a ausência de paralelo do *quitus brasileiro* no direito comparado. Dentre as cinquenta maiores economias globais, encontram-se os mais diversos regimes de exoneração de responsabilidade de administradores, nenhum dos quais, porém, aproxima-se em escopo ou em força ao modelo de exoneração automática brasileiro. Ao contrário, diversos países explicitamente proíbem que a aprovação de contas pela assembleia

21 A lei das sociedades anônimas e o banco do decreto de 17 de janeiro de 1890. **Jornal do Comercio (RJ),** Ano 1890/Edição 00086, de 27 de março de 1890. Disponível: https://memoria.bn.gov.br/DocReader/docreader.aspx?bib=364568_08&pasta=ano%20189&pesq=quitus&pagfis=574.

geral tenha cunho exoneratório. Curiosamente, em alguns deles, a vedação foi incluída após a revogação de institutos de quitação automática, como no caso de França e Holanda.

Não bastasse, o estudo da evolução histórica de mecanismos exoneratórios nas dez maiores economias do Norte e Sul Global revela que a quitação automática já existiu em outros países, mas foi abolida ainda no século passado diante de preocupações com a proteção de investidores. A perpetuação do *quitus* automático no Brasil consiste, assim, em verdadeiro anacronismo do ordenamento jurídico nacional. Trata-se de "fóssil jurídico" configurado em resquício que atravessa quase um século sem alterações substanciais no ordenamento pátrio, apesar da eliminação de quaisquer traços de liberação automática na maior parte do mundo.

Desse modo, este estudo evidencia uma verdadeira divergência[22] anacrônica do *quitus brasileiro* em relação às práticas internacionais mais cautelosas quanto à exoneração de responsabilidade dos administradores. Em detrimento de arranjo jurídico de deveres e garantias apto contribuir para o desenvolvimento do mercado de capitais, a persistência do *quitus brasileiro* no sistema jurídico brasileiro contribui para perpetuar a impunidade da administração e reduzir a atratividade para investidores.

Este artigo se organiza da seguinte maneira. Na Seção I, resgatam-se as raízes históricas do *quitus brasileiro* no Brasil e analisa-se sua interpretação na contemporaneidade. São abordados ainda os principais problemas engendrados pelo *quitus brasileiro*, com especial destaque à interpretação da condição de procedibilidade de prévia anulação da deliberação de aprovação de contas dos administradores em sede judicial para fins de propositura de ação de responsabilidade de administradores; A Seção II analisa o mecanismo sob perspectiva comparada. Inicialmente, mapeiam-se as legislações societárias

22 Usamos o termo "divergir" em referência ao conceito de divergência entre modelos globais de disciplina societária na literatura de direito societário comparado (cf. GORDON, Jeffrey; ROE, Mark. Convergence and Persistence in Corporate Governance. Cambridge: Cambridge University Press, 2004 (para um debate sobre convergência no direito societário).

das 50 maiores economias mundiais para verificar a existência de dispositivos análogos ao *quitus*. Em seguida, examina-se a evolução dos mecanismos de exoneração de administradores nas cinco maiores economias do Norte Global e nas cinco do Sul Global. Por fim, o artigo apresenta suas conclusões.

I. EXONERAÇÃO DE RESPONSABILIDADE DE ADMINISTRADORES NO BRASIL

A. ORIGENS HISTÓRICAS DO QUITUS BRASILEIRO

A existência do instituto do *quitus brasileiro* no direito brasileiro remonta ao século XIX, mais especificamente ao contexto da edição da Lei nº 3.150/1882[23] – considerado o primeiro diploma societário moderno do país[24]. Ainda que a Lei nº 3.150/1882 não mencionasse especificamente a possibilidade de exoneração da responsabilidade dos administradores mediante a aprovação de suas contas, o posterior Decreto nº 8.821/1882, responsável pela execução da lei à época, previa em seu Art. 74 que a aprovação do balanço e das contas importaria a ratificação dos atos dos administradores:

> Art. 74. A approvação do balanço e contas, feita sem reserva, importa a ratificação dos actos e operações relativas. A approvação, porém, podera ser annullada nos casos de erro, dólo, fraude ou simulação. (Cod. Comm. Art. 129, n. IV.)[25]

De início, nota-se a limitada extensividade do efeito exoneratório concedido pela aprovação de contas, que incluiria apenas os "actos

23 BRASIL. Lei nº 3.150, de 4 de novembro de 1882.

24 PORTUGAL GÔUVEA, Carlos. **A Estrutura da Governança Corporativa.** São Paulo: Quartier Latin, 2022, p. 250.

25 BRASIL. Decreto nº 8.821, de 30 de dezembro de 1882.

e operações relativas" ao próprio balanço de contas[26]. Por sua vez, a segunda parte do dispositivo, referente à possibilidade de anulação da aprovação de contas, relaciona-se à interpretação de que a deliberação deve ser anulada em sede judicial para que possa ser, então, proposta a ação de responsabilidade – abordado na seção I.C *infra*. Por ora, cumpre ressaltar que, desde sua incepção, o *quitus brasileiro* jamais foi absoluto, podendo ser anulado em casos de vício de consentimento. Ainda, o Art. 75 do mesmo Decreto nº 8.821/1882 dispunha que a aprovação das contas não obstaria a propositura de ação de responsabilidade pelos sócios ausentes ou dissidentes em caso de violação da lei ou estatutos[27].

Em continuidade, foi promulgado o Decreto nº 164/1890 com vistas à revogação da Lei nº 3.150/1882. Embora em sua maior parte o Decreto nº 164/1890 tenha mantido a substância da lei antecedente[28], importante limitação foi feita à responsabilidade criminal dos administradores pelo seu Art. 27, ao dispor que os "administradores-fiscaes" não poderiam ser responsabilizados caso tivessem tido suas contas aprovadas pela assembleia geral[29]. Acerca dessa alteração, comenta Cesarino Jr:

> Para incrementar o apparecimento de sociedades anonymas o dec. N. 164 supprimiu as cautelas da lei n. 3.150, (...) dando á assembléa geral o poder de isentar de toda a responsabilidade os administradores, uma

26 VIO, Daniel de Avila; SASSERON, Adriano Helena. Contas, Quitus e responsabilidade dos administradores. *In:* YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coords.). **Processo Societário.** São Paulo: Quartier Latin, v. 4, 2021, pp. 189-230, p. 192.

27 BRASIL. Decreto nº 8.821, de 30 de dezembro de 1882, *op. cit.* No original: "Art. 75. A approvação, pela assembléa geral, de actos e operações, que importam violação de lei ou dos estatutos, não perime a acção, a que se refere o art. 166), dos socios ausentes e dos que não houverem concorrido com os seus votos para tal aprovação."

28 Nesse sentido, fazendo referência à posição de Carvalho de Mendonça, cf. CESARINO JÚNIOR, Antônio Ferreira. **O Regime das Sociedades Anônimas no Brasil, em sua Evolução Histórica.** São Paulo: Saraiva & Cia, 1935, p. 38.

29 BRASIL. Decreto nº 164, de 17 de janeiro de 1890. No original: "Art. 27 (...) § 2º A responsabilidade dos administradores-fiscaes cessa com o julgamento e approvação das contas e actos pela assembléa geral, não se admittindo mais acção criminal contra elles."

> vez approvadas as suas contas, e o cedente, approvadas as contas annuaes, ou 5 annos após a publicação da cessão em caso de falta de approvação ou de reunião da assembléa. Estas disposições concorreram para augmentar extraordinariamente as especulações, que, como dissemos, já se faziam sentir nos ultimos tempos da monarchia.[30]

Com efeito, nota-se a amplitude do poder da assembleia geral de isentar os administradores de "*toda a responsabilidade*" mediante a aprovação de suas contas, ou mesmo em cinco anos após a publicação da cessão, em caso de falta de aprovação ou de reunião da assembleia. Diante disso, há de se perceber o perigoso efeito potencial do dispositivo em obstar a responsabilização dos administradores por irregularidades muitas vezes omitidas nas contas. À época, os riscos dessa restrição de responsabilidade já eram evidentes. Nesse sentido, confira-se trecho de matéria extraída do Jornal do Comércio (RJ), de 1890:

> Muito pôde o medo. **Esta disposição inteiramente nova é um grande escândalo**. O crime de estelionato é de acção publica, entretanto uma assembleia de acconistas que recebêrão dividendos indevidos absolve os administradores que os distribuirão e diz à justiça – punidos deverão elles ser se não dessem o que comer ; para nos servir tiveram a coragem de arriscar-se a 6 annos de prisão com trabalho e não os havemos de considerar benemeritos? Srs. Juizes, outro officio. Occupai-vos com os gatunos e os capoeiras, que nós estamos trabalhando para firmar o credito publico e restaurar as finanças do Brazil. **Não; a reforma da lei de 4 de Novembro de 1882, operada pelo decreto n. 164 de 17 de Janeiro**

30 CESARINO JÚNIOR, *op. cit.*, pp. 38-39.

de 1890, é a porta aberta à impunidade de todas as fraudes.[31]

Assim, essa medida acabou "com a curta vida dos deveres fiduciários em âmbito societário no Brasil", uma vez que as violações dos deveres fiduciários muitas vezes não poderiam ser identificadas diretamente nas contas apresentadas pelos administradores[32].

Com a promulgação do Decreto nº 434/1891, visando consolidar a regulamentação das sociedades anônimas em um único texto legal, o Art. 127 reproduziu expressamente o supracitado Art. 27 do Decreto nº 164/1890 e a respectiva isenção dos administradores de responsabilidade criminal mediante a aprovação de suas contas[33]. Resultar-se-ia, assim, "no crime perfeito de sepultamento da responsabilidade dos administradores" caso a fraude fosse sofisticada o suficiente para passar despercebida nas contas da companhia[34]. Mais ainda, o Decreto nº 434/1891 repetiu respectivamente em seus arts. 145[35] e 146[36] a redação dos arts. 74 e 75 do Decreto nº 8.821/1882. Foi justamente nesse contexto normativo que o Brasil teve a sua primeira grande crise de mercado de capitais, o Encilhamento, cujas

31 A lei das sociedades anônimas e o banco do decreto de 17 de janeiro de 1890. **Jornal do Comercio (RJ),** Ano 1890/Edição 00086, de 27 de março de 1890 (grifou-se). Disponível: https://memoria.bn.gov.br/DocReader/docreader.aspx?bib=364568_08&pasta=ano%20189&pesq=quitus&pagfis=574.

32 PORTUGAL GÔUVEA, Carlos. **A Estrutura da Governança Corporativa.** São Paulo: Quartier Latin, 2022, p. 253.

33 BRASIL. Decreto nº 434, de 4 de julho de 1891. No original: "Art. 127. A responsabilidade dos administradores fiscaes cessa com o julgamento e approvação das contas e actas, pela assembléa geral, não se admittindo mais acção criminal contra estes. (Decr. n. 164 de 1890, art. 27 § 2º)"

34 PORTUGAL GÔUVEA, *op. cit.*, p. 263.

35 BRASIL. Decreto nº 434, de 4 de julho de 1891, *op. cit*. No original: "Art. 145. A approvação do balanço e contas, feita sem reserva, importa a ratificação dos actos e operações relativas. A approvação, porém, poderá ser annullada, em caso de erro, dolo, fraude ou simulação. (Cod. Commercial, art. 429 n. 4º; Decr. n. 8821 de 1882, art. 74.)"

36 *Ibid*. No original: "Art. 146. A approvação, pela assembléa geral, de actos e operações, que importam violação da lei, ou dos estatutos, não perime a acção dos socios ausentes e dos que não houverem concorrido com os seus votos para tal approvação. (Decr. n. 8821 de 1882, art. 75.)"

origens remontam a tal dispositivo, o qual, em última análise, "tinha transformado o regime de responsabilização dos administradores por violações de deveres fiduciários em um enorme mal-entendido"[37].

Ocorre que, como antes, a ratificação restava adstrita aos "actos e operações relativas" às contas[38]. Posteriormente, o *quitus brasileiro* foi reincorporado ao ordenamento jurídico brasileiro por meio do Art. 101 do Decreto-Lei nº 2.627/1940[39], assim transcrito:

> Art. 101. A aprovação, sem reserva, do balanço e das contas, exonera de responsabilidade os membros da diretoria e do conselho fiscal, salvo erro, dolo, fraude ou simulação (art. 156).[40]

Como se nota, a consequência exoneratória do *quitus brasileiro* foi mantida em sua íntegra. À época, Cunha Peixoto elogiou a lei brasileira como superior em comparação a outros países em que a lei não conferia tal efeito à aprovação de contas:

> A lei brasileira é mais positiva. Agasalhou o princípio de que toda pessoa, obrigada a prestação de contas, e que as vê aprovadas, tem direito a quitação. Na verdade, não seria jurídico que os administradores, depois de ter o balanço e as contas aprovados, continuassem responsáveis pela sua gestão, principalmente se se levar em consideração que, afastando-se da sociedade, perdem o controle dos

37 PORTUGAL GÔUVEA, *op. cit.*, p. 263.

38 VIO, Daniel de Avila; SASSERON, Adriano Helena. Contas, Quitus e responsabilidade dos administradores. *In:* YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coords.). **Processo Societário.** São Paulo: Quartier Latin, v. 4, 2021, pp. 189-230, p. 192.

39 LAMY FILHO, Alfredo. **Temas de S.A.** Rio de Janeiro: Renovar, 2007, p. 289.

40 BRASIL. Decreto-Lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940.

> livros e documentos capazes de justificar, em caso de necessidade, seu trabalho.[41]

Nessa ocasião, porém, foram empenhadas três alterações essenciais ao dispositivo. Com efeito, foi no contexto do Estado Novo, diante de marcada ausência de diálogo democrático sobre os projetos legislativos, que o *quitus brasileiro* tomou os contornos atuais pelos quais é hoje conhecido. Assim, o diploma que pretendia modernizar o direito societário brasileiro e desenvolver o mercado de capitais no país, consolidando um regime de deveres fiduciários, acabou por ampliar o efeito exoneratório do *quitus brasileiro,* carregando, "em seu ventre o antídoto contra tal inovação, permitindo que o direito societário brasileiro pudesse permanecer como um regime de fraca responsabilização dos administradores"[42].

O antídoto, em primeiro lugar, manifesta-se na redação do Art. 101, que substituiu a menção à ratificação de "actos e operações relativas" às contas por ampla referência à exoneração de "responsabilidade". Como consequência, houve uma mudança de paradigma, pois a deliberação passou a abarcar não apenas atos e operações relacionados ao conteúdo das informações apresentadas pelos administradores aos acionistas em suas contas, como também a gestão em sua totalidade[43]. Em segundo, retirou-se a ressalva de que a exoneração de responsabilidade dos administradores não impediria a propositura de ação pelos acionistas ausentes ou que não tivessem votado na aprovação de contas. No ordenamento nacional contemporâneo, a outorga do *quitus brasileiro* afeta a propositura de ação por todos os

41 CUNHA PEIXOTO, Carlos Fulgêncio da. **Sociedades por ações: comentários ao Decreto-lei n.º 2.627, de 26 de setembro de 1940, com as alterações da Lei n.º 4.728.** São Paulo: Saraiva, 1973, v. 3, p. 113.

42 PORTUGAL GÔUVEA, Carlos. **A Estrutura da Governança Corporativa.** São Paulo: Quartier Latin, 2022, p. 265.

43 Acerca dessa ampliação da exoneração ofertada pela aprovação das contas, cf. VIO, Daniel de Avila; SASSERON, Adriano Helena. Contas, Quitus e responsabilidade dos administradores. *In:* YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coords.). **Processo Societário.** São Paulo: Quartier Latin, v. 4, 2021, pp. 189-230, p. 192.

acionistas, independentemente se ausentes da assembleia geral em que ocorrida a deliberação ou se dela dissidentes[44]. Em contraposição, há países em que os efeitos de deliberação assemblear exoneratória não se efetivam caso exista oposição por minoria qualificada ou, ainda, não atingem os acionistas dissidentes[45], conforme exposto na seção II.A.

Assim, o *quitus brasileiro* atual perime tanto a propositura da ação *ut universi* pela companhia como da ação *ut singuli* pelos acionistas na condição de substitutos processuais, nos termos do Art. 159, §§ 3º e 4 ºda LSA[46]. De todo modo, o *quitus brasileiro* não impede a propositura de ação indenizatória por acionista individual nos termos do Art. 159, § 7 da LSA[47][48]. Tal restrição do alcance subjetivo do *quitus* justifica-se na medida em que a ação individual de responsabilidade visa a reparação de dano sofrido diretamente pelo titular de ação legitimado, não pela *companhia.* Por fim, removeu-se também a menção à possibilidade de

44 SASSERON, Adriano Helena. **Quitus dos Administradores de S.A.: Entraves e Disfuncionalidade.** Tese (Láurea) - Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2019, p. 82; ROSSETTI, Anna Carla Marujo. **O §3º do art. 134 da Lei das Sociedades por Ações: seu reflexo na propositura da ação de responsabilidade civil em face dos administradores de sociedade anônima**. Tese (LLM) – Insper – Instituto de Pesquisa e Ensino. São Paulo, 2018, p. 51.

45 Nesse sentido, cf. LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. Efeitos da aprovação das contas e das demonstrações financeiras das companhias. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro,** v. 155/156, ago./dez. 2010, pp. 139-156, p. 149 ("É verdade que há sistemas em que a aprovação das demonstrações financeiras não implica exoneração dos administradores, ou que condicionam a eficácia da liberação à não oposição de uma minoria qualificada", referindo-se à Argentina e Portugal.).

46 BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (Lei das Sociedades por Ações – LSA). No original: "Art. 159. (...) § 3º Qualquer acionista poderá promover a ação, se não for proposta no prazo de 3 (três) meses da deliberação da assembléia-geral. § 4º Se a assembléia deliberar não promover a ação, poderá ela ser proposta por acionistas que representem 5% (cinco por cento), pelo menos, do capital social."

47 *Ibid.* No original: "Art. 159. (...) § 7º A ação prevista neste artigo não exclui a que couber ao acionista ou terceiro diretamente prejudicado por ato de administrador."

48 LAZZARESCHI NETO, *op. cit.*, p. 150; CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. Deveres e Responsabilidades. *In:* LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. **Direito das Companhias.** 2ª ed. atual. e rev. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 907; SASSERON, *op. cit.,* p. 24-25; DIDIER JR., Fredie (org.) **Processo Civil Empresarial e o Superior Tribunal de Justiça**. 1ª ed. São Paulo: Juspodivm, 2021, v. 1, pp. 465-496. p. 483-484.

anulação da deliberação de aprovação de contas, elemento detalhado na seção I.C. *infra*.

B. CONTEMPORANEIDADE E DESDOBRAMENTOS DO QUITUS BRASILEIRO

Nos anos anteriores à promulgação da atual LSA, as críticas ao *quitus brasileiro* não arrefeceram. Orlando Gomes postulava que a aprovação das contas da companhia não deveria "implicar a liberação dos administradores da responsabilidade por atos danosos de sua gestão"[49]. Carvalho de Mendonça, por sua vez, reconhecia que a própria natureza confusa das contas era instrumentalizada pelos administradores para mascarar prejuízos ou transações que não gostariam de explicar aos acionistas[50]. Entretanto, o legislador manteve virtualmente intacto o *quitus brasileiro* quando da promulgação da atual LSA, em seu Art. 134, § 3º:

> Art. 134 (...) § 3º 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).[51]

49 GOMES, Orlando. Responsabilidade dos Administradores de Sociedades por Ações. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro,** v. 8, out. 1972, pp. 11-16, p. 13-14.

50 CARVALHO DE MENDONÇA, José Xavier. **Tratado de Direito Comercial Brasileiro.** 5ª ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1954, v. 4, p. 69. ("São logogrifos indecifráveis êsses balanços; a negação da contabilidade. Ao invés da clareza e da ordem que deviam oferecer, confundem e enredam os próprios donos da emprêsa, os acionistas: parece inventados para os embrulhar.")

51 BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (Lei das Sociedades por Ações – LSA).

Nesse sentido, permanece nos anos subsequentes à nova LSA a interpretação doutrinária[52] e jurisprudencial[53] de que a aprovação das contas dos administradores os exime de qualquer responsabilidade. Com efeito, o *quitus brasileiro* sedimentou-se no direito nacional em tal medida que é rotineiramente citado como norma sem que sejam tecidos comentários críticos à sua razão de ser[54]. A exemplo, Lamy Filho simplesmente define o *quitus* como "ato formalizado numa deliberação da Assembléia Geral Ordinária"[55].

Por um viés, defende-se que o *quitus brasileiro* serve para proteger os administradores de riscos inerentes ao exercício da função, limitando-os ao momento de aprovação de contas em benefício da segurança jurídica[56]. No entanto, tal proteção pode contribuir para

52 MARTINS, Fran. **Comentários à lei das sociedades anônimas.** 4ª ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2010, p. 486; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Responsabilidade dos Administradores de Sociedades Anônimas. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro,** v. 42, abr./jun. 1981, pp. 69-88, p. 84; BULGARELLI, Waldírio. **Manual das sociedades anônimas.** 7ª ed. São Paulo: Atlas, 1993, p. 223; LAMY FILHO, Alfredo. **Temas de S.A.** Rio de Janeiro: Renovar, 2007, p. 288; LUCENA, José Waldecy. **Das Sociedades Anônima: Comentários à Lei.** Rio de Janeiro: Renovar, 2009, v. 2. p. 200; CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. Deveres e Responsabilidades. Deveres e Responsabilidades. *In:* LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. **Direito das Companhias.** 2ª ed. atual. e rev. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 906; EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada.** 3ª ed. rev. e ampl. São Paulo: Quartier Latin, 2021, v. 2, p. 527.

53 A título de exemplo, cf. BRASIL. STJ, REsp nº 1.515.710-RJ, Terceira Turma, Rel. Min. Marco Aurélio Bellizze, j. em 12.05.2015; BRASIL. STJ, REsp nº 2.095.475-SP, Quarta Turma, Rel. Min. Antonio Carlos Ferreira, j. em 09.04.2024; BRASIL. STJ, RESp nº 1.313.725-SP, Terceira Turma, Rel. Min. Ricardo Villas Bôas Cueva, j. em 26.06.2012; BRASIL. STJ, AgRg no AI nº 950.104-DF, Terceira Turma, Rel. Min. Massami Uyeda, j. em 19.03.2009; BRASIL. TJ-SP, AC nº 0013246-44.2009.8.26.0068, 9ª Câmara de Direito Privado, Rel. Des. Wilson Lisboa Ribeiro, j. em 17.01.2023.

54 Vide, por exemplo, comentário crítico de SASSERON, Adriano Helena. **Quitus dos Administradores de S.A.: Entraves e Disfuncionalidade.** Tese (Láurea) - Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2019, p. 12.

55 LAMY FILHO, *op. cit.*, p. 288.

56 Nesse sentido, cf. TJ-SP, AC nº 262.004.1/4, 5ª Câmara, Rel. Des. Marco Cesar, j. em 07.03.1996 ("[l]argamente incompatível com a estabilidade que deve garantir a constituição e desenvolvimento das sociedades anônimas. A prevalecer o encaminhamento que dá para o tema, as deliberações assembleárias das sociedades não trariam segurança, podendo ser discutidas até duas décadas após, o que, sob o enfoque empresarial, seria despropositado."); LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. Efeitos da aprovação das contas e das demonstrações financeiras das companhias. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro,** v. 155/156, ago./dez. 2010, pp. 139-156, p. 146-147 ("O regime adotado pelo nosso ordenamento tem

um cenário de baixa responsabilização, em especial no sistema brasileiro, em que a aprovação das contas pela assembleia geral pode ser marcada por abuso de maioria vinculada aos administradores. Em cenário de controle concentrado, os controladores podem determinar a aprovação indevida de contas, inviabilizando eventuais ações de responsabilidade contra os administradores, mesmo diante de indícios relevantes de má gestão[57].

É certo que a exoneração de responsabilidade conferida aos administradores não pode subsistir face à identificação dos vícios de consentimento mencionados no Art. 134, § 3º da LSA – erro, dolo, fraude ou simulação. Porém, como ressaltado historicamente[58], as contas podem ser deliberadamente apresentadas pelos administradores com formulação sintética e confusa (ou ainda com excesso de informações), dificultando a detecção de eventuais irregularidades por parte dos acionistas e, por conseguinte, comprometendo o exercício de um julgamento informado[59]. Essa dificuldade se acentua no contexto contemporâneo de excessivo fluxo de informações, frequentemente produzidas e processadas com ferramentas de inteligência artificial,

---

a sua razão de ser. Ao assumirem a delicada missão de administrar os negócios sociais, os administradores colocam em risco seu nome e patrimônio em prol da companhia. Justamente por isso a Lei Societária lhes confere certas salvaguardas, sem as quais profissionais capacitados, respeitados e responsáveis jamais aceitariam exercer tal função. Dai o legislador ter criado dois "portos-seguros" em favor dos administradores: (...) e (ii) a exoneração de responsabilidade dos administradores mediante a aprovação, sem reserva, das contas e das demonstrações financeiras.")

57 RODRIGUES, Ana Carolina. A responsabilidade civil dos administradores. São Paulo, 2013. Dissertação (Mestrado em Direito) - Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getulio Vargas, p. 64 ("Dessa forma, caso o acionista controlador ou grupo de controle detenha maioria dos votos, a exoneração de responsabilidade dos administradores pode ser por eles arbitrada sem que reste aos acionistas minoritários meio hábil para pleitear a responsabilização de administradores faltosos e, portanto, o ressarcimento dos prejuízos sofridos pela companhia").

58 CARVALHO DE MENDONÇA, José Xavier. **Tratado de Direito Comercial Brasileiro.** 5ª ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1954, v. 4, p. 69. ("São logogrifos indecifráveis êsses balanços; a negação da contabilidade. Ao invés da clareza e da ordem que deviam oferecer, confundem e enredam os próprios donos da emprêsa, os acionistas: parece inventados para os embrulhar.")

59 DIDIER JR., Fredie (org.). **Processo Civil Empresarial e o Superior Tribunal de Justiça**. 1ª ed. São Paulo: Juspodivm, 2021, v. 1, pp. 465-496, p. 479.

que resulta em uma assimetria cognitiva dos acionistas em face da administração[60].

C. REQUISITO DE ANULAÇÃO JUDICIAL

Mesmo que se lograsse identificar irregularidades nas contas, prevalece, na conjuntura atual, o entendimento que a ação social de responsabilidade contra os administradores apenas poderá ser proposta após a devida anulação em sede judicial da deliberação assemblear que aprovou as contas ora questionadas. Ocorre, contudo, que tal requisito não consta expressamente em fonte legal, nada dispondo o Art. 134, § 3º da LSA acerca da necessidade de prévia desconstituição judicial do *quitus brasileiro* para fins de propositura de ação de responsabilidade. Historicamente, leis anteriores faziam menção expressa à possibilidade de anulação da aprovação de contas. À época do Decreto nº 8821/1882, em seu Art. 74, e posteriormente do Decreto nº 434/1891, em seu Art. 145, postulava-se que a aprovação de contas "podera ser annullada nos casos de erro, dólo, fraude ou simulação"[61]. Nesse sentido, o dispositivo aparenta ser a fonte, ou ao menos a influência, da sujeição da aprovação de contas dos administradores à pretensão anulatória. No entanto, com a promulgação do Decreto-Lei nº 2.627/1940, a menção à anulação foi removida do texto legal e substituída, no Art. 101, por simples remissão ao Art. 286 da LSA, que trata do prazo prescricional para a anulação de deliberações assembleares.

Não obstante, sedimentou-se na doutrina a interpretação de que a anulação da aprovação de contas seria condição de procedibilidade para a propositura de ação de responsabilidade contra os administradores. Durante a vigência do Decreto-Lei nº 2.627/1940,

60 PORTUGAL GÔUVEA, Carlos. **A Estrutura da Governança Corporativa.** São Paulo: Quartier Latin, 2022, p. 568-569.

61 Igual em ambos os decretos, cf. a íntegra do dispositivo: "Art. 145. A approvação do balanço e contas, feita sem reserva, importa a ratificação dos actos e operações relativas. A approvação, porém, poderá ser annullada, em caso de erro, dolo, fraude ou simulação."

Miranda Valverde apontava que "[t]anto a sociedade como qualquer acionista poderão pleitear, judicialmente, a anulação da deliberação"[62]. Similarmente, nos anos subsequentes à promulgação da atual LSA, que manteve a íntegra do Art. 101 do Decreto-Lei anterior, autores como Alberto Xavier[63] e Fran Martins[64] reiteraram a impugnação da aprovação de contas como pressuposto para a propositura da ação de responsabilidade.

Com efeito, a persistência do requisito de anulação do *quitus brasileiro* até os dias atuais afigura-se fortemente ligada à posição doutrinária. Evidência disso é o fato de que as primeiras discussões atinentes à necessidade de anulação da deliberação de aprovação de contas no âmbito do Superior Tribunal de Justiça (STJ) se referem diretamente à lição de Miranda Valverde[65]. Nominalmente, trata-se de dois casos paradigmáticos julgados concomitantemente em 2001, cuja disputa envolvia a propositura de ação de responsabilidade contra administradores de uma mesma companhia sem a prévia desconstituição da aprovação de contas: o Resp nº 257.573-DF[66] e o Resp nº 256.596-SP[67]. Refletindo a natureza controvertida do requisito, ambos os julgamentos foram marcados por divergências entre os ministros acerca da relação entre as pretensões anulatórias e indenizatórias.

62 VALVERDE, Trajano de Miranda. **Sociedade por Ações.** 2ª ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Revista Forense, 1953, v. 2, p. 140-141.

63 XAVIER, Alberto. **Administradores de Sociedades.** São Paulo: Revista dos Tribunais. 1979. p. 107-108.

64 MARTINS, Fran. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas.** 2ª ed. rev. Rio de Janeiro: Forense, 1984, v. 2, tomo I, p. 234-235.

65 BRASIL. STJ, REsp nº 257.573-DF, Terceira Turma, Rel. Min. Waldemar Zveiter (relator vencido), Rel. p/ Acórdão Min. Ari Pargendler, j. em 08.05.2001; BRASIL. STJ, REsp nº 256.596-SP, Terceira Turma, Rel(a). Min. Nancy Andrighi (relatora vencida), Rel. p/ Acórdão Min. Antônio de Pádua Ribeiro, j. em 08.05.2001. Mais recentemente, também fazendo referência histórica a Trajano de Valverde, cf. BRASIL. STJ, RESp nº 1.313.725-SP, Terceira Turma, Rel. Min. Ricardo Villas Bôas Cueva, j. em 26.06.2012, p. 15.

66 BRASIL. STJ, REsp nº 257.573-DF, *op. cit.*

67 BRASIL. STJ, REsp nº 256.596-SP, *op. cit.*

De um lado, colocaram-se aqueles em prol da independência da ação social de responsabilidade. Foi esse o posicionamento do Min. Waldemar Zveiter, designado relator do Resp nº 257.573-DF, para quem tratar a ação anulatória como *conditio sine qua non* à ação de responsabilidade significa imiscuir-se indevidamente na função do legislador:

> Como se observa, o colegiado de origem acabou criando uma causa interruptiva para a contagem da prescrição, ao determinar que a ação prevista no art. 286 é *conditio sine qua non* pára a propositura daquela prevista no art.287, ll, "b", 2. Ao assim entender, o tribunal a quo imiscuiu-se, sem autorização para tanto, na função do legislador. Isto porque, somente a lei, formalmente elaborada, é que tem o condão de definir prazos de prescrição, suas causas suspensivas e interruptivas.[68]

A esse entendimento, filiou-se também a Min. Nancy Andrighi, sugerindo que o requisito teria sido fruto de "interpretação equivocada do intérprete" mediante "singela correlação" entre os arts. 134, § 3º e 286 da LSA[69]. Porém, foi em sentido contrário o voto-vista vencedor do Min. Ari Pargendler, para quem a especialidade do Art. 134, § 3º da LSA *vis-à-vis* o Art. 159 da mesma lei[70], provada pela remissão ao Art. 286, exigiria a prévia anulação da deliberação para fins de propositura de ação de responsabilidade:

> A regra do artigo 134, § 3º, da Lei n° 6.404, de 1976, é especial em relação à do artigo 159 – circunstância expressamente salientada pela remissão que aquela

68 BRASIL. STJ, REsp nº 257.573-DF, *op. cit.*, p. 10.

69 *Ibid.*, p. 28-29.

70 A especialidade do art. 134, § 3 também foi objeto de comentário em BRASIL. STJ, RESp nº 1.313.725-SP, Terceira Turma, Rel. Min. Ricardo Villas Bôas Cueva, j. em 26.06.2012.

> faz ao artigo 286 – de modo que, em se tratando de aprovação de contas, não basta a prévia deliberação da assembléia geral para a propositura da ação de responsabilidade civil; é preciso que, antes ou concomitantemente, seja ajuizada a ação de anulação da deliberação da assembléia geral que aprovou as contas.[71]

Reiteram tal conclusão os Mins. Pádua Ribeiro e Menezes Direito, ressaltando respectivamente que conclusão diversa faria letra morta do Art. 134, § 3º da LSA[72] ou implicaria *contradictio in adjecto*[73]. De todo modo, importante notar que mesmo o Min. Ari Pargendler, ao concluir em favor da exigência de prévia anulação da aprovação de contas, reconheceu que "de *lege ferenda*, a solução pode não ser a melhor" à luz do direito comparativo e dos empecilhos criados à indenização dos danos[74].

Semelhantes divergências ocorreram também no âmbito do Resp nº 256.596-SP. Designada relatora, a Min. Nancy Andrighi sustentou a inexistência de exigência de anulação da deliberação que aprovou as contas dos administradores pelos mesmos fundamentos expostos no Resp nº 257.573-DF[75]. Porém, foi novamente o voto-vista que se sagrou vencedor, dessa vez elaborado pelo Min. Pádua Ribeiro, reportando-se diretamente ao voto por ele proferido no Resp nº 257.573-DF[76]. Para somar, votou também o Min. Ari Pargendler com base em suas razões no mesmo recurso[77]. Em última instância, pois, prevaleceu em ambos os julgamentos o entendimento de que a prévia anulação da

71 BRASIL. STJ, REsp nº 257.573-DF, Terceira Turma, Rel. Min. Waldemar Zveiter (relator vencido), Rel. p/ Acórdão Min. Ari Pargendler, j. em 08.05.2001, p. 19.

72 *Ibid.*, p. 37.

73 *Ibid.*, p. 43.

74 *Ibid.*, p. 20.

75 BRASIL. STJ, REsp nº 256.596-SP, Terceira Turma, Rel(a). Min. Nancy Andrighi (relatora vencida), Rel. p/ Acórdão Min. Antônio de Pádua Ribeiro, j. em 08.05.2001, p. 7-8.

76 *Ibid.*, p. 12.

77 *Ibid.*, p. 23-26.

deliberação que aprovou as contas dos administradores seria, de fato, condição necessária para sua responsabilização[78].

Do mesmo modo, permanece opinião majoritária na doutrina a exigência de anulação judicial do *quitus brasileiro* como pressuposto à propositura de ação social de responsabilidade[79]. A exigência de anulação da aprovação de contas, porém, estende-se apenas à ação *ut universi* e às duas modalidades de ação derivada *ut singuli*[80], não atingindo ação indenizatória por titular de ação individual nos termos do Art. 159, § 7 da LSA[81]. Destarte, caso a ação social de responsabilidade

78 BRASIL. STJ, REsp nº 257.573-DF, Terceira Turma, Rel. Min. Waldemar Zveiter (relator vencido), Rel. p/ Acórdão Min. Ari Pargendler, j. em 08.05.2001, p. 1 ("COMERCIAL. PRESCRIÇÃO. SOCIEDADE ANÔNIMA. APROVAÇÃO DAS CONTAS DOS ADMINISTRADORES. A aprovação das contas pela assembléia geral implica quitação, sem cuja anulação os administradores não podem ser chamados à responsabilidade. Recurso especial não conhecido."); BRASIL. STJ, REsp nº 256.596-SP, Terceira Turma, Rel(a). Min. Nancy Andrighi (relatora vencida), Rel. p/ Acórdão Min. Antônio de Pádua Ribeiro, j. em 08.05.2001, p. 1 ("Considera-se prescrita a ação de responsabilidade de administrador que teve suas contas aprovadas sem reservas pela assembléia geral, se esta não foi anulada dentro do biênio legal, mas só posteriormente, por deliberação de outra assembléia geral, a partir de cuja publicação da ata se pretendeu contar o triênio extintivo.")

79 ROSMAN, Luiz Alberto Colonna; BULHÕES-ARIEIRA, Bernardo Alvarenga de. Prazos Prescricionais em Espécie. *In:* LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. **Direito das Companhias.** 2ª ed. atual. e rev. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 1537; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. Aprovação das Demonstrações Financeiras, Tomada de Contas dos Administradores e seus Efeitos. Necessidade de Prévia Anulação da Deliberação que Aprovou as Contas dos Administradores para a Propositura de Ação de Responsabilidade. *In:* CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (coord). **Sociedade Anônima: 30 anos da Lei 6.404/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2007, pp. 43-63, p. 62; EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada.** 3ª ed. rev. e ampl. São Paulo: Quartier Latin, 2021, v. 2, p. 528-529; FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa.** São Paulo: Malheiros, 2009, p. 385; EIZIRIK, Nelson. **Temas de Direito Societário.** São Paulo: Renovar, 2005, p. 114.

80 VIO, Daniel de Avila; SASSERON, Adriano Helena. Contas, Quitus e responsabilidade dos administradores. *In:* YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coords.). **Processo Societário.** São Paulo: Quartier Latin, v. 4, 2021, pp. 189-230, p. 213. Defendendo que nenhuma espécie de ação social deveria estar sujeita à prévia anulação da deliberação, cf. LUCENA, José Waldecy. **Das Sociedades Anônima: Comentários à Lei.** Rio de Janeiro: Renovar, 2009, v. 2. p. 626.

81 CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. Deveres e Responsabilidades. *In:* LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. **Direito das Companhias.** 2ª ed. atual. e rev. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 907; SASSERON, Adriano Helena. **Quitus dos Administradores de S.A.: Entraves e Disfuncionalidade.** Tese (Láurea) - Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2019, p. 24-25; DIDIER JR., Fredie

contra administrador seja proposta sem o preenchimento de tal requisito, não poderá subsistir. Sob essa perspectiva, são recorrentes no Judiciário casos de extinção sem resolução de mérito ou de não provimento de ações de responsabilidade à luz da ausência de anterior anulação da deliberação de aprovação de contas[82]. Nesse sentido, a análise histórica indica o anacronismo do requisito de anulação judicial do *quitus brasileiro* no ordenamento brasileiro que, a despeito de ter sido removido do texto legal há quase um século, restou sedimentado na interpretação doutrinária e jurisprudencial.

Em todo caso, é relevante considerar quais seriam as possíveis justificativas à permanência da anulação judicial da aprovação de contas como condição de procedibilidade à ação de responsabilidade. Essencialmente, os argumentos aparentam se centrar (i) na teleologia do Art. 134, § 3º da LSA, (ii) na natureza de ato jurídico perfeito do *quitus brasileiro*, e (iii) na remissão feita pelo Art. 134, § 3º da LSA ao Art. 286 da mesma lei. Primeiro, sustenta-se que, não fosse a propositura da ação indenizatória impedida pela ausência de anulação da aprovação das contas, estar-se-ia supostamente a negar a vigência do Art. 134, § 3º da LSA. O *quitus* perderia, assim, seu intuito protetivo, transformando-se em "um nada jurídico" – mera formalidade sem eficácia prática[83].

(org.) **Processo Civil Empresarial e o Superior Tribunal de Justiça**. 1ª ed. São Paulo: Juspodivm, 2021, v. 1, pp. 465-496, p. 483-484.

82 A título de exemplo, cf. BRASIL. STJ, REsp nº 1.515.710-RJ, Terceira Turma, Rel. Min. Marco Aurélio Bellizze, j. em 12.05.2015; BRASIL. STJ, REsp nº 2.095.475-SP, Quarta Turma, Rel. Min. Antonio Carlos Ferreira, j. em 09.04.2024; BRASIL. STJ, AgInt no EDcl no REsp nº 1.740.266-SP, Terceira Turma, Rel. Min. Ricardo Villas Bôas Cueva, j. em 20.05.2024; BRASIL. STJ, RESp nº 1.313.725-SP, Terceira Turma, Rel. Min. Ricardo Villas Bôas Cueva, j. em 26.06.2012; BRASIL. STJ, AgRg no AI nº 950.104-DF, Terceira Turma, Rel. Min. Massami Uyeda, j. em 19.03.2009; BRASIL. TJ-SP, AC nº 0013246-44.2009.8.26.0068, 9ª Câmara de Direito Privado, Rel. Des. Wilson Lisboa Ribeiro, j. em 17.01.2023; BRASIL. STJ, AgRg no AI nº 640.050-RS, Quarta Turma, Rel. Min. Luís Felipe Salomão, j. em 19.05.2009. Semelhante entendimento pode ser encontrado também em casos envolvendo sociedades limitadas, vide BRASIL. TJ-SP, AC nº 0003410-53.2011.8.26.0011, 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, Rel. Des. Carlos Alberto Garbi, j. em 28.11.2016; BRASIL. TJ-SP, AC nº 1009990-72.2019.8.26.0344, 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, Rel. Des. Natan Zelinschi de Arruda, j. em 04.10.2022.

83 LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. Efeitos da aprovação das contas e das demonstrações financeiras das companhias. **Revista de Direito Mercantil, Industrial,**

Em essência, refere-se à instauração de "verdadeiro paradoxo, não tolerado pelo nosso ordenamento jurídico, em manifesta afronta ao princípio da segurança jurídica"[84].

Diversamente, os críticos do requisito de anulação judicial argumentam que esse, em realidade, desafia a teleologia do direito societário brasileiro. Para Modesto Carvalhosa, a interpretação de que se deve anular judicialmente a deliberação para então propor ação indenizatória "além de contrariar a própria exegese sistemática da lei, nega a tendência acentuada do sistema jurídico, que é o de limitar, cada vez mais, os efeitos supostamente preclusivos da aprovação das contas dos administradores"[85]. Similarmente, a Min. Nancy Andrighi sugere que "exigir o preenchimento de tal pressuposto configura interpretação equivocada dos ditames legais"[86]. Sabendo que a exigência de anulação do *quitus brasileiro* outrora prevista expressamente no texto legal foi dele removida, soa razoável inferir que o legislador brasileiro a considerou incompatível com os avanços empenhados em nome da proteção dos direitos dos minoritários.

Outrossim, há quem defenda a exigência de anulação judicial da aprovação de contas à luz da natureza do *quitus brasileiro* como ato jurídico perfeito que atinge a esfera de direitos de terceiro. Ao se obrigar a outorgar quitação a terceiro – o administrador –, não poderia a companhia unilateralmente desfazê-la mediante simples deliberação interna, exigindo-se, ao revés, decisão judicial[87]. Tal argumento encontra-se presente, por exemplo, nos votos do Min. Ari

---

Econômico e Financeiro, v. 155/156, ago./dez. 2010, pp. 139-156, p. 151.

84 BRASIL. TJ-SP, AC nº 0013246-44.2009.8.26.0068, *op. cit.*, p. 2.

85 CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas.** 5ª ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2011, v. 3, p. 484.

86 BRASIL. STJ, REsp nº 1.741.338-SP, Terceira Turma, Rel. Min. Nancy Andrighi, j. em 26.06.2018, p. 11.

87 ALMEIDA, José Gabriel Assis de Almeida. A Desnecessidade da Ação de Anulação de Deliberação Social de Aprovação das Contas como Pressuposto para o Ajuizamento da Ação de Responsabilidade em Face de Administrador da Companhia. *In:* CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; AZEVEDO, Luis Andre; HENRIQUES, Marcus de Freitas (coords.) **Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros Temas: Homenagem a Nelson Eizirik.** São Paulo: Quartier Latin, 2020, v. 1, pp. 651-686, p. 664.

Pargendler[88] e do Min. Pádua Ribeiro[89] no supracitado Resp nº 257.573-DF. Nas palavras de Teixeira e Guerreiro, "[e]nquanto não declarada judicialmente sua nulidade, valem as demonstrações financeiras como ato jurídico perfeito, com todos os efeitos daí decorrentes"[90]. O argumento, contudo, ignora que o administrador não pode ser considerado terceiro de todo alheio à companhia, posto que a ela institucionalmente vinculado[91].

Mais ainda, há muito se reconhece que a assembleia geral tem o poder de revogar as suas próprias deliberações[92]. Nesse sentido, Comparato pontua que a assembleia geral pode retificar deliberações passadas versando sobre a aprovação de contas[93]. Carvalhosa vai um

88 BRASIL. STJ, REsp nº 257.573-DF, Terceira Turma, Rel. Min. Waldemar Zveiter (relator vencido), Rel. p/ Acórdão Min. Ari Pargendler, j. em 08.05.2001, p. 16 ("Desde o regime anterior, o do Decreto-Lei n° 2.627, de 26 de setembro de 1940, o Brasil vem seguindo outra trilha, a de que a aprovação da gestão constitui ato jurídico perfeito a proteger os interesses dos administradores, sem cuja anulação estes não podem ser chamados à responsabilidade.") Para comentário nesse sentido à época do Decreto-Lei nº 2.627/1940, cf. FERREIRA, Waldemar. **Tratado de Direito Comercial.** São Paulo: Saraiva, 1961, v. 4, p. 394.

89 BRASIL. STJ, REsp nº 257.573-DF, *op. cit.,* p. 35 ("[...] esse ato da assembléia geral não é um ato qualquer, tanto assim que a ata que o contém há de ser arquivada no Registro de Comércio e publicada (art. 134, § 5). É um ato jurídico, que não pode ser anulado pela própria assembléia geral, mesmo porque produz efeitos com relação a terceiros.")

90 TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. **Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro**. São Paulo: Bushatsky, 1979, p. 417.

91 ALMEIDA, José Gabriel Assis de. A Desnecessidade da Ação de Anulação de Deliberação Social de Aprovação das Contas como Pressuposto para o Ajuizamento da Ação de Responsabilidade em Face de Administrador da Companhia. *In:* CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; AZEVEDO, Luis Andre; HENRIQUES, Marcus de Freitas (coords.) **Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros Temas: Homenagem a Nelson Eizirik.** São Paulo: Quartier Latin, 2020, v. 1, pp. 651-686, p. 680.

92 VALVERDE, Trajano de Miranda. **Sociedades por Ações**. 3ª ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 1959, v. 3, p. 115 ("A assembléia geral pode sempre rever as suas próprias deliberações. Pode, assim, cancelar ou anular deliberação anterior e ratificar todos os atos que interessam à sociedade.")

93 COMPARATO, Fábio Konder. **Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial.** Rio de Janeiro: Forense, 1978, p. 31. ("Investida de competência privativa para a aprovação de balanços, tem igualmente a assembléia geral de acionistas o poder exclusivo de retificar os já aprovados. Aliás, desde que reconheça a existência de vícios capazes de invalidar a aprovação já dada, a assembléia não somente pode mas deve fazê-lo, como medida preliminar à ação de responsabilidade civil contra os administradores que se encontraram na origem do vício (Decreto-lei nº 2.627, art. 101).")

passo além, sugerindo que a propositura de ação social pela companhia deveria implicar a anulação automática da deliberação de aprovar as contas dos administradores[94]. Assim, não há justificativa para se obstar que a assembleia geral desconstitua *per se* sua própria deliberação que tenha concedido *quitus* aos administradores. Todavia, ainda perdura o entendimento de que eventuais retificações unilaterais tomadas *interna corporis* não têm o condão de desconstituir o *quitus brasileiro*[95].

Por fim, há o argumento de que a remissão feita pelo Art. 134, § 3º da LSA ao Art. 286 da mesma lei representaria interesse do legislador em associar a aprovação de contas à invalidação de deliberação assemblear[96]. Os termos da referida remissão, porém, são notoriamente vagos. Assim, defende-se que a alusão ao Art. 286 da LSA no Art. 134 § 3º teria como fim unicamente indicar o prazo prescricional para a propositura da ação anulatória, sem qualquer pretensão de estabelecê-la como condição de procedibilidade à ação indenizatória[97]. Não pode ser outra a conclusão ao se constatar o distanciamento promovido pelo Decreto-Lei nº 2.627/1940, ao substituir a menção expressa outrora existente à *anulação* da aprovação de contas por mera inserção entre parênteses do número do artigo que trata da ação anulatória de deliberação assemblear.

Não obstante a ausência de devida fundamentação, a exigência de anulação judicial do *quitus* para fins de propositura de ação de responsabilidade prevalece, agravando as inconsistências derivadas

94 CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas.** 5ª ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2011, v. 3, p. 484.

95 LAMY FILHO, Alfredo. **Temas de S.A.** Rio de Janeiro: Renovar, 2007, p. 288; VIO, Daniel de Avila; SASSERON, Adriano Helena. Contas, Quitus e responsabilidade dos administradores. *In:* YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coords.). **Processo Societário.** São Paulo: Quartier Latin, v. 4, 2021, pp. 189-230, p. 222; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna; BULHÕES-ARIEIRA, Bernardo Alvarenga de. Prazos Prescricionais em Espécie. *In:* LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. **Direito das Companhias.** 2ª ed. atual. e rev. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 1537; BRASIL. CVM, Voto do Dir. Gustavo Machado Gonzalez no PAS nº RJ2014/10556, Rel. Dir. Pablo Renteria, j. em 24.10.2017.

96 SASSERON, *op. cit.*, p. 45.

97 CAMPINHO, Sérgio. Aprovação das Contas e Exoneração dos Administradores. *In:* ULHOA COELHO, Fábio (coord.). **Lei das Sociedades Anônimas Comentada.** Rio de Janeiro: Forense, 2021.

do *quitus brasileiro*. Criou-se verdadeiro "duplo prazo prescricional"[98], na medida em que o prazo para propositura de ação anulatória de deliberação é de dois anos (Art. 286), e o de ação de responsabilidade contra administradores é de três anos (Art. 287, II, "b"). Nesses termos, a ausência de anulação do *quitus* dentro do prazo de dois anos impede por reflexo também a propositura da ação social, não obstante o maior prazo prescricional desta[99]. Por isso, frequentemente declaram-se "prescritas" ações indenizatórias propostas dentro de três anos, mas sem a devida anulação no prazo de dois anos[100]. Visando combater a problemática, alguns sugerem que, como mera presunção *iuris tantum* de inocência em favor dos administradores[101], o *quitus* seria afastável por prova do ilícito no bojo da ação de responsabilidade, independentemente da prescrição da demanda anulatória. A essa corrente se filia José Edwaldo Tavares Borba, para quem a prescrição da pretensão de anular a exoneração nem por isso torna a presunção absoluta[102].

98 ALMEIDA, José Gabriel Assis de. A Desnecessidade da Ação de Anulação de Deliberação Social de Aprovação das Contas como Pressuposto para o Ajuizamento da Ação de Responsabilidade em Face de Administrador da Companhia. *In:* CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; AZEVEDO, Luis Andre; HENRIQUES, Marcus de Freitas (coords.) **Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros Temas: Homenagem a Nelson Eizirik.** São Paulo: Quartier Latin, 2020, v. 1, pp. 651-686, p. 658.

99 ADAMEK, Marcelo Vieira Von. **Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas.** 1ª ed. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 282.

100 BRASIL. STJ, REsp nº 257.573-DF, Terceira Turma, Rel. Min. Waldemar Zveiter (relator vencido), Rel. p/ Acórdão Min. Ari Pargendler, j. em 08.05.2001; BRASIL. STJ, REsp nº 256.596-SP, Terceira Turma, Rel(a). Min. Nancy Andrighi (relatora vencida), Rel. p/ Acórdão Min. Antônio de Pádua Ribeiro, j. em 08.05.2001; BRASIL. TJ-SP, AC nº 0193204-25.2008.8.26.0100, 7ª Câmara de Direito Privado, Rel. Des. Rômulo Russo, j. em 18.05.2016.

101 Nesse sentido, cf. voto do Min. Waldemar Zveiter em BRASIL. STJ, REsp nº 257.573-DF, *op. cit.,* p. 6.

102 BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário.** 13ª ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2012, p. 555. ("O STJ, no Recurso Especial n° 257.573-DF, ao entender que a ação de responsabilidade civil contra administradores, que tiveram as suas contas aprovadas, estava condicionada à anulação da deliberação que as aprovou, incorreu em manifesto equívoco, pois, se a aprovação das contas sem ressalvas (art. 134, § 3o) produz uma presunção relativa de exoneração de responsabilidade ("salvo erro, dolo, fraude ou simulação"), o ato ilícito praticado vicia essa aprovação e a mantém viciada, independentemente da prescrição da pretensão de anulá-la. A pretensão de anulá-la não poderá mais ser exercida, mas nem por isso a presunção que decorre da

Além do descompasso prescricional, o requisito de anulação judicial de aprovação de contas implica em um atraso processual desnecessário. Por essa razão, concebeu-se a alternativa de cumulação do pedido de anulação da deliberação com o de indenização quando da propositura da ação social. Isso se daria à luz do liame subjetivo existente entre eles, vez que "a ação de responsabilidade perante os administradores, dependeria da anulação da assembleia, mas com base nos mesmíssimos argumentos que serviriam para a procedência da responsabilidade"[103]. Tal possibilidade encontra amplo suporte na doutrina[104] e é recorrente no âmbito do Judiciário[105].

Desse modo, apenas caso não seja proposta prévia ação anulatória, nem cumulados os pedidos na ação indenizatória, dever-se-á proceder à extinção do processo sem resolução de mérito[106]. Cabe ressaltar, no entanto, que a anulação da deliberação não pode ser considerada pedido implícito[107]. Com efeito, a cumulação sucessiva dos pedidos é tida como alternativa desejável em nome da eficiência

aprovação deixa de ser relativa para se tornar absoluta. A presunção continua relativa e, por essa razão, não poderá resistir à prova do ilícito, que se produzirá na ação de responsabilidade civil, cujo prazo de prescrição é superior ao da ação de anulação.")

103 BRASIL. TJ-SP, AI nº 2122607-83.2020.8.26.0000, 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, Rel. Des. Ricardo Negrão, j. em 01.06.2021, p. 8.

104 LUCENA, José Waldecy. **Das Sociedades Anônima: Comentários à Lei.** Rio de Janeiro: Renovar, 2009, v. 2. p. 200.

105 A título de exemplo, cf. BRASIL. STJ, RESp nº 1.224.159-SP, Quarta Turma, Rel. Min. Raul Araújo, j. em 21.09.2021; BRASIL. TJ-SP, AI nº 2193053-48.2019.8.26.0000, 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, Rel. Des. Cesar Ciampolini, j. em 28.10.2020; BRASIL. STJ, RESp nº 1.224.159-SP, Quarta Turma, Rel. Min. Raul Araújo, j. em 21.09.2021; BRASIL. TJ-SP, AC nº 1040320-81.2014.8.26.0100, 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, Rel. Des. Alexandre Lazzarini, j. em 16.02.2022.

106 Nesse sentido, cf. BRASIL. STJ, AgInt no EDcl no REsp nº 1.740.266-SP, Terceira Turma, Rel. Min. Ricardo Villas Bôas Cueva, j. em 20.05.2024, p. 1 ("4. No caso, a ação de responsabilização civil dos ex-dirigentes da entidade não foi precedida de ação de anulação da assembleia de aprovação de contas da sociedade, tampouco constava pedido cumulativo na petição inicial. 5. O não cumprimento da condição de procedibilidade para o ajuizamento da ação de responsabilização civil dos ex-dirigentes da entidade enseja a extinção do feito sem julgamento de mérito.")

107 BRASIL. STJ, REsp nº 2.095.475-SP, Quarta Turma, Rel. Min. Antonio Carlos Ferreira, j. em 09.04.2024, p. 33-34.

processual[108] e da racionalidade do sistema como um todo, reduzindo o número de processos em tramitação[109]. Para o Min. Pádua Ribeiro, a possibilidade de cumulação ajudaria em parte a mitigar as dificuldades impostas à indenização de danos pela exigência de prévia anulação[110]. Entretanto, nesse caso, faz-se necessário propor a ação com pedidos cumulados dentro do prazo bienal previsto no Art. 286 da LSA, sob pena de prescrever a pretensão anulatória de que depende a pretensão indenizatória[111].

Recentemente, o STJ flexibilizou seu entendimento acerca da ação anulatória como pressuposto da ação de responsabilidade. No RESP nº 1.741.338-SP[112], em caso envolvendo sociedade limitada, o STJ restringiu o alcance do requisito anulatório do *quitus* às hipóteses em que o ilícito cometido pelo administrador estaria refletido diretamente nas demonstrações financeiras[113]. Após a interposição de recurso,

108 CAMPINHO, Sérgio. **Curso de Direito Comercial: Sociedade Anônima.** 5ª ed. São Paulo: Saraiva, 2020, p. 343.

109 BRASIL. STJ, RESp nº 1.224.159-SP, Quarta Turma, Rel. Min. Raul Araújo, j. em 21.09.2021, p. 20.

110 BRASIL. STJ, REsp nº 257.573-DF, Terceira Turma, Rel. Min. Waldemar Zveiter (relator vencido), Rel. p/ Acórdão Min. Ari Pargendler, j. em 08.05.2001, p. 37 ("Tem-se que, no caso em exame, a solução aqui apresentada dificultaria a indenização de eventuais danos, mas como dito, nada impede a cumulação do pedido de anulação com o de indenização.")

111 ADAMEK, Marcelo Vieira Von. **Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas.** 1ª ed. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 479.

112 Para comentários sobre o julgado, cf. ALMEIDA, José Gabriel Assis de. A Desnecessidade da Ação de Anulação de Deliberação Social de Aprovação das Contas como Pressuposto para o Ajuizamento da Ação de Responsabilidade em Face de Administrador da Companhia. *In:* CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; AZEVEDO, Luis Andre; HENRIQUES, Marcus de Freitas (coords.) **Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros Temas: Homenagem a Nelson Eizirik.** São Paulo: Quartier Latin, 2020, v. 1, pp. 651-686; DIDIER JR., Fredie (org.) **Processo Civil Empresarial e o Superior Tribunal de Justiça**. 1ª ed. São Paulo: Juspodivm, 2021, v. 1, pp. 465-496.

113 BRASIL. STJ, REsp nº 1.741.338-SP, Terceira Turma, Rel. Min. Nancy Andrighi, j. em 26.06.2018, p. 2-3. ("7. Todavia, como os atos causadores dos danos indenizáveis imputados ao recorrido pela sociedade não se restringem à indicação de irregularidades relacionadas ao balanço patrimonial ou ao de resultado econômico – e como, nessa hipótese, revela-se desnecessário deduzir, previamente, pedido de anulação das deliberações assembleares que aprovaram as contas apresentadas –, não há que se cogitar da aplicação do prazo extintivo do art. 1.078, § 4º, do CC/02.")

frisou-se que, em contraposição aos acórdãos paradigmáticos julgados pelo STJ em 2001, este autor pretendia a indenização de ilícitos alheios à aprovação de contas, pelo que se justificaria a divergência de conclusões[114]. Ainda que a delimitação das hipóteses a exigir a prévia anulação do *quitus* seja bem-vinda face ao cenário atual, não serve para desconstruir a anomalia por inteiro.

Por conseguinte, os efeitos do *quitus* no ordenamento jurídico brasileiro são especialmente relevantes diante do tratamento da anulação da deliberação de aprovação de contas como condição de procedibilidade para a ação de responsabilidade contra administradores. Retirada a menção expressa à anulação outrora existente no texto legal, a permanência de tal interpretação representa resquício anacrônico, fossilizado no ordenamento brasileiro, cuja existência carece de devida fundamentação. No entanto, a doutrina e jurisprudência nacionais seguem a exigir a prévia anulação da aprovação de contas. Assim como o *quitus brasileiro,* o requisito de sua anulação judicial ressalta o cenário distintivo do direito societário brasileiro que dificulta o efetivo *enforcement* dos direitos dos minoritários e, portanto, exige reconsideração.

D. PROJETO DE LEI Nº 2925/2023 E O FUTURO DO QUITUS BRASILEIRO

Ante o presente arcabouço jurídico, não surpreende a sensação de impunidade face aos administradores, a demandar a revisão da lei societária. Na prática, evidencia-se a ausência de ampla responsabilização dos administradores no baixo número de ações de responsabilização ajuizadas contra administradores no Brasil[115].

114 *Ibid.*

115 A título de exemplo. cf. RODRIGUES, Ana Carolina. **A Responsabilidade Civil dos Administradores de Companhias Abertas não Financeiras por Danos Causados à Sociedade e aos Acionistas e o Desenvolvimento do Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro.** Tese (Mestrado) - Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getulio Vargas. São Paulo, 2013, p. 66 ("Segundo a pesquisa jurisprudencial desenvolvida neste trabalho no período de 1o de janeiro de 2000 a 31 de dezembro de 2010, não

Tais estatísticas contrastam com a tendência global de atribuir maior ênfase aos deveres fiduciários dos administradores, não sendo objeto de debate recente no contexto brasileiro. Em 2023, foi divulgado relatório da OCDE, efetuado em conjunto com a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), com o objetivo de indicar as principais deficiências da legislação societária brasileira frente à proteção de minoritários. Dentre os apontamentos do relatório, sugeriu-se a eliminação ou modificação do instituto do *quitus brasileiro* visando suprimir as indevidas barreiras processuais à responsabilização dos administradores:

> In line with the existing rules in France and Germany, the Brazilian Company Law could be amended to extinguish the exonerating effect of the approval of the managers` accounts or, in line with the framework in Italy and Portugal, establish that only an express resolution based on properly disclosed facts – which could be blocked by a qualified minority of shareholders (20% of the stock in Italy and 10% in Portugal) – would have exonerating effects.[116]

Nominalmente, foram propostas duas alternativas: **(i)** extinguir de todo o efeito exoneratório da aprovação das contas dos administradores ou **(ii)** condicionar a exoneração de responsabilidade dos administradores à deliberação específica não obstaculizada por uma minoria qualificada. O referido relatório serviu de ponto de partida para os trâmites do Projeto de Lei nº 2925/2023 no Congresso Nacional Brasileiro, visando ao aprimoramento dos mecanismos de tutela privada de direitos de acionistas minoritários no mercado

foram propostas mais de 11 ações de responsabilidade civil contra administradores de companhias abertas.").

116 OECD (2020), **Private Enforcement of Shareholder Rights: A comparison of selected jurisdictions and policy alternatives for Brazil**. OECD Publishing, Paris, p. 9. Disponível: https://doi.org/10.1787/5ec8b8d7-en.

de capitais nacional[117]. Conforme descrito pela própria exposição de motivos do projeto legal, um desses meios incluiria justamente "limitar a exoneração de responsabilidade de administradores e fiscais na aprovação de contas"[118]. Neste escopo, propôs-se uma nova redação para o Art. 134 da LSA, *in verbis*:

> Art. 134. § 1º Os administradores da companhia, ou, ao menos, um deles, e o auditor independente, se houver, deverão estar presentes na assembleia-geral para atender a pedidos de esclarecimentos de acionistas, não permitida a votação dos administradores, como acionistas ou procuradores: I – nos documentos previstos neste artigo; II – nas deliberações sobre a exoneração de responsabilidade dos administradores e dos fiscais; e III – na propositura de ação de responsabilidade. [...] § 3º A aprovação das demonstrações financeiras e das contas **não exonera administradores e fiscais de responsabilidade.** § 3º-A assembleia-geral **poderá, por meio de deliberação específica, que conste expressamente da ordem do dia, exonerar administradores** e fiscais de responsabilidade com relação aos fatos ocorridos durante o exercício da sua gestão e o prazo dos seus mandatos, devidamente especificados.[119]

Em específico, o Projeto de Lei nº 2925/2023 sugere remover da aprovação de contas o efeito automaticamente exoneratório pelo qual é hoje conhecido de forma distintiva. Alternativamente, a outorga do *quitus* seria de caráter meramente facultativo, condicionado à deliberação específica prevista expressamente na ordem do dia em sede de deliberação assemblear. Conforme será exposto na seção II.A.ii, abaixo, embora a tal reformulação do instituto possa parecer,

117 BRASIL. EM n° 00045/2023 MF (Exposição de Motivos), de 24.04.2023.

118 BRASIL. Câmara dos Deputados. **Apresentação do PL n. 2925/2023 (Projeto de Lei),** de 02.06.2023, p. 10.

119 *Ibid.*

à primeira vista, estar em compasso com a realidade internacional, o dispositivo omite importantes salvaguardas, previstas em ordenamentos de todo mundo, que permitem uma maior proteção dos direitos dos acionistas minoritários.

De todo modo, o Projeto de Lei nº 2925/2023 resta pendente de aprovação. Em março de 2024, foi requerido caráter de urgência para tramitação do PL, sob pretexto de necessidade imediata de mudanças nos contornos legais do Brasil visando a equiparação com as melhores práticas internacionais de mercado e a subsequente atração de maiores investimentos. Contudo, até o momento, o PL não foi apreciado, pelo que o futuro do *quitus brasileiro* resta incerto. O que é certo, porém, é a necessidade de revisão desse instituto que tanto limita o potencial do mercado de capitais nacional.

II. ESTUDO COMPARADO: REGIMES DE EXONERAÇÃO DE RESPONSABILIDADE DE ADMINISTRADORES

Comparando-se o mosaico de soluções de exoneração de responsabilidade vigentes nas principais economias globais com o caso brasileiro, evidencia-se a excepcionalidade do *quitus brasileiro*. Para a realização do estudo comparado, primeiro realizou-se um mapeamento das legislações societárias das 50 maiores economias do mundo, com o propósito de identificar dispositivos equivalentes ao instituto brasileiro. O exame concentrou-se nas normas legais, sem adentrar a jurisprudência, e revelou que nenhum ordenamento contém regra análoga e que, em todos eles, a liberação de responsabilidade dos administradores é tratada de forma mais restritiva do que no Brasil[120].

Em seguida, empreendeu-se um estudo histórico dos mecanismos de exoneração nas cinco maiores economias do Norte Global (Estados

120 A relação das leis analisadas e de seus dispositivos relevantes está disposta no Anexo I do relatório de pesquisa: CENTRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Quitus Brasileiro: Entre Excepcionalismo e Anacronismo**. São Paulo: CGC, 2025. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=5436395. Acesso: 28 out. 2025.

Unidos, Japão, Alemanha, Reino Unido e França) e nas cinco maiores economias do Sul Global (Brasil, China, Índia, Indonésia e México), definidas pelo Produto Interno Bruto (PIB), conforme dados de 2023 disponibilizados pelo Banco Mundial[121], com o objetivo de traçar a evolução desses regimes e verificar se, em algum momento, adotaram dispositivo semelhante ao *quitus brasileiro*.

A. REGIMES DE EXONERAÇÃO DE RESPONSABILIDADE DE ADMINISTRADORES NAS CINQUENTA MAIORES ECONOMIAS GLOBAIS

De modo a verificar os regimes de exoneração de responsabilidade de administradores nas cinquenta maiores economias globais, procedeu-se ao exame das leis societárias vigentes em abril de 2025 nos ordenamentos selecionados. Quando necessário, recorreu-se a traduções oficiais; na ausência destas, no caso de países cujo idioma não se domina, utilizaram-se ferramentas de tradução assistida, com revisão cruzada ao texto original. Nas versões em língua inglesa, adotou-se um protocolo padronizado de busca combinando as seguintes expressões-chave: "liability", "exoneration", "exemption", "release", "discharge", "director", "board member", "general meeting", "shareholders' meeting", "annual accounts", "financial statements", "indemnification", "derivative suit" e "derivative action". Os equivalentes funcionais desses termos também foram identificados em cada idioma e pesquisados nas versões originais de cada legislação.

A amostra compreendeu, na ordem decrescente de PIB: Estados Unidos (Delaware), China, Alemanha, Japão, Índia, Reino Unido, França, Itália, Brasil, Canadá, Rússia, México, Austrália, Coreia do Sul, Espanha, Indonésia, Holanda, Turquia, Arábia Saudita, Suíça, Polônia,

121 WORLD BANK GROUP. World Bank Open Data. GDP (current US$), 2023. Disponível: https://data.worldbank.org/. A escolha deste critério objetiva maximizar a heterogeneidade do universo investigado, abrangendo sistemas jurídicos de diferentes conjunturas políticas e econômicas, oriundos de diferentes tradições jurídicas, com variados níveis de desenvolvimento econômico e capitalização de mercado.

Argentina, Bélgica, Suécia, Irlanda, Tailândia, Emirados Árabes Unidos, Israel, Áustria, Singapura, Noruega, Venezuela, Bangladesh, Filipinas, Vietnã, Dinamarca, Irã, Malásia, Egito, Hong Kong, África do Sul, Nigéria, Colômbia, Romênia, República Tcheca, Paquistão, Chile, Finlândia, Portugal e Peru.

Como se demonstrará, o modelo brasileiro revela-se uma exceção no direito comparado: entre os ordenamentos pesquisados não se identificou qualquer dispositivo com correspondência funcional ao art. 134, § 3º, da LSA. Nos demais sistemas, observam-se cinco principais modelos normativos: **(i)** vedação expressa de exoneração mediante aprovação de contas; **(ii)** exoneração por deliberação específica que conceda quitação pelo exercício social; **(iii)** ratificação *ex post facto* de atos determinados; **(iv)** vedação absoluta à exoneração; e **(v)** ausência de previsão legal. Confira-se, abaixo, seção exemplificativa de cada um dos modelos identificados.

I. VEDAÇÃO EXPRESSA DE EXONERAÇÃO MEDIANTE APROVAÇÃO DE CONTAS

Como se sabe, o *quitus brasileiro* implica a exoneração de responsabilidade dos administradores como efeito automático da simples aprovação de suas contas em sede de assembleia geral. Em sentido diametralmente oposto, encontram-se países cujas leis preveem de maneira expressa que a aprovação das contas e demonstrações financeiras *não* exonera os administradores de responsabilidade. São

os sistemas legais de Argentina[122], Chile[123], Colômbia[124], Espanha[125],

122 ARGENTINA. Ley de Sociedades Comerciales (Ley No 19.550/1984), Art. 72. No original: "La aprobación de los estados contables no implica la de la gestión de los directores, administradores, gerentes, miembros del consejo de vigilancia o síndicos, hayan o no votado en la respectiva decisión, ni importa la liberación de responsabilidades."

123 CHILE. Ley sobre Sociedades Anonimas (Ley 18046/1981), Artículo 41. No original: "Es nula toda estipulación del estatuto social y todo acuerdo de la junta de accionistas que tienda a liberar o a limitar la responsabilidad de los directores a que se refiere el inciso anterior. La aprobación otorgada por la junta de accionistas a la memoria y balance presentados por el directorio o a cualquier otra cuenta o información general, no libera a los directores de la responsabilidad que les corresponda por actos o negocios determinados; ni la aprobación específica de éstos los exonera de aquella responsabilidad, cuando se hubieren celebrado o ejecutado con culpa leve, grave o dolo."

124 COLÔMBIA. Ley 222 de 1995, Artículo 45. No original: "Los administradores deberán rendir cuentas comprobadas de su gestión al final de cada ejercicio, dentro del mes siguiente a la fecha en la cual se retiren de su cargo y cuando se las exija el órgano que sea competente para ello. Para tal efecto presentarán los estados financieros que fueren pertinentes, junto con un informe de gestión. La aprobación de las cuentas no exonerará de responsabilidad a los administradores, representantes legales, contadores públicos, empleados, asesores o revisores fiscales."

125 ESPANHA. Ley de Sociedades de Capital (Real Decreto Legislativo 1/2010, 2010), Artículo 238, 4. No original: "La aprobación de las cuentas anuales no impedirá el ejercicio de la acción de responsabilidad ni supondrá la renuncia a la acción acordada o ejercitada."

Holanda[126], Itália[127], Portugal[128], Peru[129] e Romênia[130]. Com efeito, a ideia que se extrai é de que a aprovação de contas dos administradores não pode representar renúncia ao direito à compensação, o que ressalta a excepcionalidade do *quitus brasileiro*.

II. EXONERAÇÃO POR DELIBERAÇÃO ESPECÍFICA

O estudo identificou sistemas que admitem a exoneração apenas mediante deliberação específica e explícita da assembleia, o que se contrapõe ao modelo brasileiro de liberação implícita face à mera aprovação das contas dos administradores. Nesses países, também em contraposição ao regime nacional, tal faculdade costuma vir acompanhada de salvaguardas importantes voltadas à proteção dos acionistas minoritários.

Por um lado, há uma série de países que adotam condições referentes à previsão de quórum qualificado ou à possibilidade de veto por minoria que alcance determinada proporção do capital social. Exemplos nítidos dessa abordagem podem ser percebidos nos regimes

126 HOLANDA. Burgerlijk Wetboek Boek 2 (1976), Artikel 101. No original: "De jaarrekening wordt vastgesteld door de algemene vergadering. Vaststelling van de jaarrekening strekt niet tot kwijting aan een bestuurder onderscheidenlijk commissaris."

127 ITÁLIA. Codice Civile (Regio Decreto 16 marzo 1942, n. 262), Art. 2434. 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 responsabilita' incorse nella gestione sociale."

128 PORTUGAL. Código das Sociedades Comerciais (Decreto-Lei n.º 262/86, 1986), Art. 74º, 3. No original: "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 conhecimento dos sócios antes da aprovação e esta tiver obedecido aos requisitos de voto exigidos pelo número anterior."

129 PERU. Ley General de Sociedades (Ley N° 26887, 2021), Artículo 225. No original: "La aprobación por la junta general de los documentos mencionados en los artículos anteriores no importa el descargo de las responsabilidades en que pudiesen haber incurrido los directores o gerentes de la sociedad."

130 ROMÊNIA. Legea nr. 31/1990 (1990), Articolul 186. No original: "Aprobarea situațiilor financiare anuale de către adunarea generală nu împiedică exercitarea acțiunii în răspundere, în conformitate cu prevederile art. 155."

de exoneração constantes na Áustria[131], Dinamarca[132], Espanha[133],

131 ÁUSTRIA. Aktiengesetz (2019), § 84 Abs. 4. No original: "Der Gesellschaft gegenüber tritt die Ersatzpflicht nicht ein, wenn die Handlung auf einem gesetzmäßigen Beschluß der Hauptversammlung beruht. Dadurch, daß der Aufsichtsrat die Handlung gebilligt hat, wird die Ersatzpflicht nicht ausgeschlossen. Die Gesellschaft kann erst nach fünf Jahren seit der Entstehung des Anspruchs und nur dann auf Ersatzansprüche verzichten oder sich darüber vergleichen, wenn die Hauptversammlung zustimmt und nicht eine Minderheit, deren Anteile zwanzig vom Hundert des Grundkapitals erreichen, widerspricht. Die zeitliche Beschränkung gilt nicht, wenn der Ersatzpflichtige zahlungsunfähig oder überschuldet ist und sich zur Überwindung der Zahlungsunfähigkeit oder Überschuldung mit seinen Gläubigern vergleicht"; e § 104: "Der Vorstand hat jährlich eine Hauptversammlung einzuberufen, die in den ersten acht Monaten des Geschäftsjahrs stattzufinden hat (ordentliche Hauptversammlung), und ihr den Jahresabschluss samt Lagebericht und allfälligem Corporate Governance-Bericht, den allfälligen Konzernabschluss samt Konzernlagebericht, gegebenenfalls den Vorschlag für die Gewinnverwendung und den vom Aufsichtsrat erstatteten Bericht (§ 96) vorzulegen. [...] (2) Die Tagesordnung der ordentlichen Hauptversammlung hat zu enthalten:3. die Beschlussfassung über die Entlastung der Mitglieder des Vorstands und der Mitglieder des Aufsichtsrats."

132 DINAMARCA. Selskabsloven nr 1451 (2021), § 364, Stk. 3. No original: "Har kapitalejere, der repræsenterer mindst 1/10 af selskabskapitalen, modsat sig en beslutning om ansvarsfrihed eller om afkald på retssag, kan enhver kapitalejer anlægge søgsmål med påstand om, at den eller de ansvarlige tilpligtes at betale kapitalselskabet erstatning for det tab, det har lidt. Kapitalejere, som herefter anlægger sag, er ansvarlige for sagsomkostningerne, dog med ret til at få disse godtgjort af kapitalselskabet, i det omfang omkostningerne dækkes af det beløb, der gennem retssagen kommer selskabet til gode."

133 ESPANHA. Real Decreto Legislativo 1/2010, Artículo 238. No original: "Acción social de responsabilidad. (1) La acción de responsabilidad contra los administradores se entablará por la sociedad, previo acuerdo de la junta general, que puede ser adoptado a solicitud de cualquier socio aunque no conste en el orden del día. Los estatutos no podrán establecer una mayoría distinta a la ordinaria para la adopción de este acuerdo. (2) En cualquier momento la junta general podrá transigir o renunciar al ejercicio de la acción, siempre que no se opusieren a ello socios que representen el cinco por ciento del capital social. (3) El acuerdo de promover la acción o de transigir determinará la destitución de los administradores afectados. (4) La aprobación de las cuentas anuales no impedirá el ejercicio de la acción de responsabilidad ni supondrá la renuncia a la acción acordada o ejercitada."

Itália[134], Portugal[135] e Suécia[136], em que a eficácia de eventual deliberação exoneratória referente aos administradores se sujeita à inexistência de oposição qualificada por acionistas minoritários em patamares que variam entre 5% e 20%. Esse modelo também é adotado em duas das maiores economias da América Latina – Argentina[137] e México[138] – que exigem, respectivamente, a inexistência de oposição por 5% e 25% do capital social. Há, ainda modelos ainda mais rigorosos, que estabelecem que a exoneração de responsabilidade dos administradores apenas

134 ITÁLIA. Codice Civile (1942), Articolo 2393. No original: "La società può rinunziare all'esercizio dell'azione di responsabilità e può transigere, purché la rinunzia e la transazione siano approvate con espressa deliberazione dell'assemblea, e purché non vi sia il voto contrario di una minoranza di soci che rappresenti almeno il quinto del capitale sociale o, nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, almeno un ventesimo del capitale sociale, ovvero la misura prevista nello statuto per l'esercizio dell'azione sociale di responsabilità ai sensi dei commi primo e secondo dell'articolo 2393-bis."

135 PORTUGAL. Código das Sociedades Comerciais (1986), Art. 74º, 2. No original: "A sociedade só pode renunciar ao seu direito de indemnização ou transigir sobre ele mediante deliberação expressa dos sócios, sem voto contrário de uma minoria que represente pelo menos 10% do capital social; os possíveis responsáveis não podem votar nessa deliberação."

136 SUÉCIA. Aktiebolagslag (2005:551), 29 kap, 7§ - 8§. No original: "Talan om skadestånd till bolaget enligt 1-3 §§ får väckas, om majoriteten eller en minoritet bestående av ägare till minst en tiondel av samtliga aktier i bolaget, vid bolagsstämma har biträtt ett förslag om att väcka en skadeståndstalan eller, när det gäller en styrelseledamot eller den verkställande direktören, har röstat mot ett förslag om ansvarsfrihet"; e "En uppgörelse i fråga om skadeståndsskyldighet till bolaget enligt 1-3 §§ får träffas endast av bolagsstämman och endast under förutsättning att inte ägare till minst en tiondel av samtliga aktier i bolaget röstar mot förslaget om uppgörelse."

137 ARGENTINA. Ley de Sociedades Comerciales (Ley No 19.550/1984), Art. 275. No original: "La responsabilidad de los directores y gerentes respecto de la sociedad, se extingue por aprobación de su gestión o por renuncia expresa o transacción, resuelta por la asamblea, si esa responsabilidad no es por violación de la ley, del estatuto o reglamento o si no media oposición del cinco por ciento (5 %) del capital social, por lo menos. La extinción es ineficaz en caso de liquidación coactiva o concursal."

138 MÉXICO. Ley General de Sociedades Mercantiles (1934), Art. 76. No original: "Los administradores que no hayan tenido conocimiento del acto o que hayan votado en contra, quedarán libres de responsabilidad. La acción de responsabilidad en interés de la sociedad contra los gerentes, para el reintegro del patrimonio social, pertenece a la asamblea y a los socios individualmente considerados; pero éstos no podrán ejercitarla cuando la asamblea, con un voto favorable de las tres cuartas partes del capital social, haya absuelto a los gerentes de su responsabilidad."

poderá produzir efeitos mediante a aprovação unânime dos acionistas, como no caso da Coreia do Sul[139] e do Japão[140].

Por outro lado, há também jurisdições em que os efeitos da exoneração de responsabilidade dos administradores mediante deliberação em separado são mitigados pela ressalva do direito de propor ação de responsabilidade contra os administradores. No entanto, a possibilidade de propositura da ação nesses cenários normalmente é acompanhada por ressalvas à legitimidade – tal qual a previsão argentina de que a ação apenas pode ser proposta pelos acionistas dissidentes[141] – e ao prazo – tal qual a previsão suíça de que os acionistas dissidentes apenas poderiam propor a ação dentro de 12 meses[142]. Em todo caso, a exoneração concedida aparenta ter efeito mais simbólico de aprovação da conduta dos administradores do que efetivamente liberatório de responsabilidade, já que diretores e conselheiros ainda podem ser acionados perante os tribunais.

No contexto brasileiro, conforme exposto na seção I.D. *supra*, o Projeto de Lei nº 2.925/2023 propõe substituir o regime atual baseado na exoneração automática mediante aprovação das contas por um modelo que exige deliberação expressa da assembleia geral para a concessão de quitação aos administradores[143]. Embora a proposta se alinhe com

139 COREIA DO SUL. 상법 [Commercial Act] (1962), Art. 400, (1). "Consent of all shareholders may absolve a director from liability under Article 399." (Tradução de Korean Legislation Research Institute, disponível em: https://elaw.klri.re.kr/eng_service/lawView.do?hseq=54525&lang=ENG)

140 JAPÃO. 会社法 [Companies Act (Act No. 86 of July 26, 2005)], Art. 423. "An exemption from liability under paragraph (1) of the preceding Article may not be given without the consent of all shareholders." (Tradução de Japanese Law Translation, disponível em: https://www.japaneselawtranslation.go.jp/en/laws/view/3206)

141 ARGENTINA. Ley de Sociedades Comerciales (Ley No 19.550/1984), Art. 276. No original: "Esta acción también podrá ser ejercida por los accionistas que hubieren efectuado la oposición prevista en el artículo 275."

142 SUÍÇA. Code civil suisse (1911), Art. 758. No original: "Code civil suisse (1911). Art. 758. (1) Pour les faits révélés, la décharge donnée par l'assemblée générale est opposable à la société et à l'actionnaire qui a adhéré à la décharge ou qui a acquis les actions postérieurement en connaissance de celle-ci. (2) Le droit des autres actionnaires d'intenter action s'éteint 12 mois après la décharge. Ce délai est suspendu pendant la procédure visant l'institution d'un examen spécial et l'exécution de celui-ci."

143 Na redação proposta pelo PL nº 2925/2023, o art. 134 da Lei nº 6.404/1976 passa a ter a seguinte redação: "Art. 134. [...] §3º A aprovação das demonstrações financeiras e das contas não exonera administradores e fiscais de responsabilidade. § 3º-A. A assembleia-

os regimes supracitados de ordenamentos ao permitir a deliberação exoneratória em separado pela assembleia geral, sua redação não prevê as mesmas salvaguardas presentes nos ordenamentos acima analisados. Assim, pois, questiona-se se tal futuro desenho do *quitus brasileiro* seria capaz de efetivamente mitigar as problemáticas a ele associadas.

III. RATIFICAÇÃO EX POST FACTO DE ATOS DETERMINADOS

Em outro viés, há países em que as hipóteses de exoneração de responsabilidade de administradores se restringem à ratificação *ex post facto* de atos ou condutas específicas. Esse é o caso do Reino Unido[144].

---

geral poderá, por meio de deliberação específica, que conste expressamente da ordem do dia, exonerar administradores e fiscais de responsabilidade com relação aos fatos ocorridos durante o exercício da sua gestão e o prazo dos seus mandatos, devidamente especificados". Conforme consta na Exposição de Motivos nº 00045/2023 MF, apensada ao Projeto, os autores reconhecem que "[d]entre os problemas enfrentados por acionistas na busca de seus direitos contra abusos de administradores e integrantes do conselho fiscal, inclui-se a exigência de que o acionista minoritário ingresse previamente com uma ação de anulação da aprovação das contas para, somente então, buscar a responsabilização por danos causados à companhia. O tempo necessário para a tramitação desta ação prévia acaba por, na maioria dos casos, inviabilizar a própria propositura da ação de responsabilidade civil pelos danos causados por administradores e fiscais, diante do risco de prescrição. Assim, propõe-se alteração no sentido de prever expressamente que não há exoneração de responsabilidade como decorrência automática da aprovação das demonstrações financeiras anuais. Dessa maneira, a exoneração de responsabilidade de administradores e fiscais, por deliberação da Assembleia Geral de Acionistas, passa a depender de deliberação específica, com escopo limitado."

144 Ver seção II.B.vi *infra*. Ver REINO UNIDO. Companies Act 2006, § 239. No original: "Ratification of acts of directors. (1) This section applies to the ratification by a company of conduct by a director amounting to negligence, default, breach of duty or breach of trust in relation to the company. (2) The decision of the company to ratify such conduct must be made by resolution of the members of the company. (3) Where the resolution is proposed as a written resolution neither the director (if a member of the company) nor any member connected with him is an eligible member. (4) Where the resolution is proposed at a meeting, it is passed only if the necessary majority is obtained disregarding votes in favour of the resolution by the director (if a member of the company) and any member connected with him. This does not prevent the director or any such member from attending, being counted towards the quorum and taking part in the proceedings at any meeting at which the decision is considered. (5) For the purposes of this section—(a) "conduct" includes acts and omissions; (b) "director" includes a former director; (c) shadow director is treated as a director; and (d) in section 252 (meaning of "connected person"), subsection (3) does not apply (exclusion of person who is himself a director). (6) Nothing in this section affects—(a) the validity of a decision taken by unanimous consent of the members of the company, or (b) any power of the directors to agree not to

Modelo similar também é adotado na África do Sul[145], Austrália[146], Paquistão[147], Malásia[148], Hong Kong[149]. De modo análogo ao que ocorre em alguns países em que se permite a exoneração como um todo mediante deliberação pela assembleia geral, alguns desses países ressalvam o direito de um acionista propor ação derivada

sue, or to settle or release a claim made by them on behalf of the company. (7) This section does not affect any other enactment or rule of law imposing additional requirements for valid ratification or any rule of law as to acts that are incapable of being ratified by the company."

145 ÁFRICA DO SUL. Companies Act (No. 71 of 2008), § 20. No original: "If a company's Memorandum of Incorporation limits, restricts or qualifies the purposes, powers or activities of that company, or limits the authority of the directors to perform an act on behalf of the company, the shareholders, by special resolution, may ratify any action by the company or the directors that is inconsistent with any such limit, restriction or qualification, subject to subsection (3). (3) An action contemplated in subsection (2) may not be ratified if it is in contravention of this Act."

146 AUSTRÁLIA. Corporations Act (No. 50, 2001), § 239. No original: "(1) If the members of a company ratify or approve conduct, the ratification or approval: (a) does not prevent a person from bringing or intervening in proceedings with leave under section 237 or from applying for leave under that section; and (b) does not have the effect that proceedings brought or intervened in with leave under section 237 must be determined in favour of the defendant, or that an application for leave under that section must be refused. (2) If members of a company ratify or approve conduct, the Court may take the ratification or approval into account in deciding what order or judgment (including as to damages) to make in proceedings brought or intervened in with leave under section 237 or in relation to an application for leave under that section. In doing this, it must have regard to: (a) how well-informed about the conduct the members were when deciding whether to ratify or approve the conduct; and (b) whether the members who ratified or approved the conduct were acting for proper purposes."

147 PAQUISTÃO. The Companies Act (Act No. XIX of 2017, 2017), §204. No original: "Any breach of duty, default or negligence by a director in contravention of the articles of the company or any of its policy or decision of the board may be ratified by the company through a special resolution and the Commission may impose any restriction as may be specified."

148 MALÁSIA. Akta Syarikat 2016 [Companies Act 2016], Section 349. "If members of company, ratify or approve the conduct of the subject matter of the action — the ratification or approval does not prevent any person from bringing, intervening in or defending proceedings with the leave of the Court; the application for leave or action brought or intervened in shall not be stayed or dismissed by reason only of the ratification or approval; and the Court may take into account the ratification or approval in determining what order to make." (tradução disponível em: https://www.ssm.com.my/Pages/Legal_Framework/Companies%20-Act%20-1965-(Repealed)/aktabi_20160915_companiesact2016act777_0.pdf).

149 HONG KONG. 第622章 《公司條例》[Companies Ordinance (Cap. 622)] (2014), 473. "Ratification of conduct by director involving negligence, etc. (1) This section applies to the ratification by a company of conduct by a director involving negligence, default, breach of duty or breach of trust in relation to the company. (2) A decision of the company to ratify the conduct may only be made by resolution of the members of the company Companies Ordinance (Cap. 622) (2014)" (Tradução oficial, disponível em: https://www.elegislation.gov.hk/hk/cap622).

de responsabilidade contra os administradores, como Austrália[150], Malásia[151] e Hong Kong[152]. Uma vez mais, portanto, a exoneração de responsabilidade dos administradores aparece com contornos e efeitos mais suaves, beirando a aprovação meramente simbólica de condutas tomadas pelos administradores.

IV. VEDAÇÃO ABSOLUTA À EXONERAÇÃO

Por outro lado, há países que vedam explicitamente qualquer hipótese de exoneração, seja por aprovação das contas, seja por deliberação específica. Nesses casos, a responsabilidade decorrente de violações aos deveres legais ou estatutários configura assunto indisponível pela assembleia geral, ainda que de forma unânime, evidenciando uma postura normativa mais rígida. Caso emblemático é o da França, cuja lei societária veda qualquer resolução pela assembleia de acionistas que tenha como escopo extinguir a responsabilidade de administradores[153]. Outro exemplo é do Canadá, que similarmente veda disposições estatutárias ou deliberações assembleares que

150 AUSTRÁLIA. Corporations Act (No. 50, 2001), Art. 239(a). No original: "239. Effect of ratification by members. (1) If the members of a company ratify or approve conduct, the ratification or approval: (a) does not prevent a person from bringing or intervening in proceedings with leave under section 237 or from applying for leave under that section."

151 MALÁSIA. Akta Syarikat 2016 [Companies Act 2016], Section 349.

152 HONG KONG. Companies Ordinance (Cap. 622) (2014), Art. 734(1). No original: "Approval or ratification of conduct does not bar derivative action (1) If a company's members approve or ratify any conduct, the approval or ratification— (a) does not prevent a member of the company, or of an associated company of the company, from— (i) bringing proceedings under section 732(1) or (2); (ii) intervening in proceedings under section 732(3); or (iii) applying for leave for the purposes of section 732(1), (2) or (3); (b) is not a ground for the Court to refuse to grant leave for the purposes of section 732(1), (2) or (3); and (c) is not a ground for any court to determine the proceedings brought or intervened in by the member in favour of the defendant."

153 Ver seção II.B.vii infra. FRANÇA. Code de Commerce (2000), Art. L225-253. No original: "Est réputée non écrite toute clause des statuts ayant pour effet de subordonner l'exercice de l'action sociale à l'avis préalable ou à l'autorisation de l'assemblée générale, ou qui comporterait par avance renonciation à l'exercice de cette action. Aucune décision de l'assemblée générale ne peut avoir pour effet d'éteindre une action en responsabilité contre les administrateurs ou contre le directeur général pour faute commise dans l'accomplissement de leur mandat.".

exonerem administradores de responsabilidade[154]. Na mesma linha, o Chile veda tanto exoneração pela aprovação de contas quanto a exoneração mediante deliberação específica[155].

V. AUSÊNCIA DE PREVISÃO LEGAL

Por fim, verificou-se que alguns ordenamentos não contêm disposições a respeito da exoneração da responsabilidade dos administradores por meio de deliberação assemblear específica[156] — seja para fins de vedação, seja para fins de aprovação, e todas as modalidades intermediárias.

B. EVOLUÇÃO DOS REGIMES DE EXONERAÇÃO NAS DEZ MAIORES ECONOMIAS DO NORTE E SUL GLOBAL

Ao reconstruir a trajetória histórica dos mecanismos de exoneração de responsabilidade dos administradores nas dez maiores

154 CANADÁ. Canada Business Corporations Act (1985), § 122, (3). No original: "No exculpation (3) Subject to subsection 146(5), no provision in a contract, the articles, the by-laws or a resolution relieves a director or officer from the duty to act in accordance with this Act or the regulations or relieves them from liability for a breach thereof."

155 CHILE. Ley sobre Sociedades Anonimas (Ley 18046/1981), Artículo 41. No original: "Los directores deberán emplear en el ejercicio de sus funciones el cuidado y diligencia que los hombres emplean ordinariamente en sus propios negocios y responderán solidariamente de los perjuicios causados a la sociedad y a los accionistas por sus actuaciones dolosas o culpables. Es nula toda estipulación del estatuto social y todo acuerdo de la junta de accionistas que tienda a liberar o a limitar la responsabilidad de los directores a que se refiere el inciso anterior. La aprobación otorgada por la junta de accionistas a la memoria y balance presentados por el directorio o a cualquier otra cuenta o información general, no libera a los directores de la responsabilidad que les corresponda por actos o negocios determinados; ni la aprobación específica de éstos los exonera de aquella responsabilidad, cuando se hubieren celebrado o ejecutado con culpa leve, grave o dolo."

156 E.g., CHINA. 中华人民共和国公司法 [Company Law of the People's Republic of China] (2023); RÚSSIA. Федеральный закон от 26.12.1995 N 208-ФЗ [Federal Law no. 208-FZ of December 26, 1995 on joint-stock companies]; INDONÉSIA. Undang-undang (UU) No. 40 Tahun 2007 [Law no. 40 of 2007 on Limited Liability Companies (BKPM)]. No caso da Indonésia, a prática societária indica um grau de indeterminação com a ausência de regulação, com a possibilidade de exoneração de responsabilidade de administradores em alguns casos. Cf. seção II.B.ix *infra*.

economias do Norte Global (Estados Unidos, Japão, Alemanha, Reino Unido e França) e do Sul Global (Brasil, China, Índia, Indonésia e México), pretende-se identificar (i) quais dessas jurisdições chegaram a adotar institutos análogos ao *quitus brasileiro*; e (ii) como evoluíram as regras de liberação de responsabilidade ao longo do tempo.

Dentre os ordenamentos supracitados, dois já tiveram regras similares ao *quitus brasileiro*: a França e o Japão[157]. A França aboliu essa regra em 1937, adotando, a partir de então, uma vedação absoluta a qualquer forma de exoneração, seja mediante aprovação das contas e demonstrações financeiras seja com escopo específico de exonerar os administradores. O Japão, por sua vez, modificou o dispositivo em 1938, retirando o efeito exoneratório da aprovação de contas e, em 1950, estabeleceu um requisito de unanimidade na votação da assembleia para deliberação de exoneração de responsabilidade.

Dentre os demais ordenamentos, não se identificou qualquer disposição normativa similar ao *quitus brasileiro*. Ao contrário, revelou-se um espectro amplo de possíveis regimes para a responsabilização de administradores e sua eventual exoneração – nenhum, contudo, tão abrangente quanto o brasileiro. Nos Estados Unidos, o modelo de Delaware permite a exoneração por cláusula estatutária, mas condiciona-a a requisitos formais estritos e à vedação de dispensa em casos de dever de lealdade. A Inglaterra adota regime que admite a ratificação *ex post facto* de atos potencialmente ilícitos, mas proíbe qualquer exoneração *ex ante*. Na Alemanha, o tradicional *Entlastung* persiste, mas sem efeito exoneratório, permitindo-se a renúncia à pretensão de responsabilidade apenas cercada de salvaguardas, que variam desde a passagem de um lapso de três anos à inexistência de oposição minoritária.

Entre as economias do Sul Global, a China omite qualquer espécie de previsão expressa de exoneração, refletindo orientação

157 Embora não fossem parte do escopo desse estudo preliminar, também foram identificados outros ordenamentos que, embora não contem mais com esse instituto, já previram mecanismos semelhantes ao tiveram quitus, eventualmente citados nos estudos dos países analisados. É o caso, por exemplo, de Portugal e da Bélgica., cf. notas 174 e 176 infra.

legislativa que privilegia a responsabilização societária. A Índia admite o afastamento da responsabilidade por cláusula estatutária, mas sem disciplina detalhada de quórum ou objeto e o México permite deliberação específica com quórum qualificado de três quartos do capital social. Em situação particular, a prática da Indonésia revela a possibilidade de *acquit et décharge* dos administradores sem, contudo, respectiva base normativa. Por fim, conforme exposto na seção I *supra*, o Brasil se destaca pelo seu modelo de *quitus*: exoneração automática vinculada à aprovação das contas e, ainda, reforçada pela exigência de anulação prévia da deliberação para o ajuizamento de ação de responsabilidade.

Abaixo, analisamos, em detalhes, os desenvolvimentos normativos dos ordenamentos das cinco maiores economias do Norte Global e das cinco maiores economias do Sul Global, em ordem de PIB.

I. ESTADOS UNIDOS

Nos Estados Unidos, a análise se concentrou no Delaware General Corporations Act (DGCL). Embora não haja previsão jurídica de exoneração mediante aprovação de contas, as empresas podem dispor a respeito da responsabilidade dos administradores, seja para limitá-la ou eliminá-la em determinadas circunstâncias, no documento constitutivo (*certificate of incorporation*) (Section 102(b)(7))[158]. A possibilidade foi incluída no DCGL em 1985 como resposta direta ao paradigmático precedente de *Smith v. Van Gorkom*—descrito

158 Del. Code Ann. tit. 8, § 102(b)(7). No original: "A provision eliminating or limiting the personal liability of a director or officer to the corporation or its stockholders for monetary damages for breach of fiduciary duty as a director or officer, provided that such provision shall not eliminate or limit the liability of: (i) A director or officer for any breach of the director's or officer's duty of loyalty to the corporation or its stockholders; (ii) A director or officer for acts or omissions not in good faith or which involve intentional misconduct or a knowing violation of law; (iii) A director under § 174 of this title; (iv) A director or officer for any transaction from which the director or officer derived an improper personal benefit; or (v) An officer in any action by or in the right of the corporation."

como "a decisão mais dura e mais contrária à administração vinda dos tribunais de Delaware"[159].

Em *Smith v. Van Gorkom*, a Supreme Court of Delaware expandiu as hipóteses de responsabilidade do conselho por violação de deveres fiduciários ao condenar a administração da Trans Union por violação do dever de cuidado na aprovação de fusão com cash-out de acionistas[160]. Apesar da ausência de "alegações de fraude, má-fé, or *self-dealing*", a corte entendeu que "negligência grave (*gross negligence*) também é o padrão adequado para determinar se uma decisão empresarial tomada por um conselho de administração foi informada"[161]. Desse modo, a transação foi considerada incompatível com a *business judgement rule* por grave negligência do conselho.

Naquele período, o mercado de seguro de responsabilidade de administradores (*D&O insurance*) nos Estados Unidos atravessava uma crise provocada pelo crescimento exponencial da demanda devido ao aumento de litígios contra a administração[162]. A solução legislativa adotada por Delaware foi rapidamente seguida por outros estados norte-americanos[163]. Observa-se, contudo, que a Section 102(b)(7) "não é, e nunca pretendeu ser, uma panaceia para os administradores", pois o dispositivo "apenas permite que o estatuto social limite a responsabilidade dos administradores em determinadas circunstâncias"[164]. Esse modelo diverge substancialmente do regime brasileiro, baseado em norma cogente, que efetivamente barra a

159 ROE, Mark J. Delaware's competition. **Harvard Law Review**, v. 117, n. 2, 2003, pp. 588-646, p. 618 (tradução livre).

160 ESTADOS UNIDOS. **Smith v. Van Gorkom**, 488 A.2d 858, 9.1.1985

161 *Ibid.*, p. 873.

162 VEASEY, E. Norman; FINKELSTEIN, J. A.; BIGLER, C. Stephen. Delaware supports directors with three-legged stool of limited liability, indemnification, and insurance. **The Business Lawyer**, v. 42, n. 2, 1986, pp. 399-422; ROMANO, Roberta. Corporate governance in the aftermath of the insurance crisis. **Emory Law Journal**, v. 39, n. 4, 1990, pp. 1155-1190, p. 1158-1159.

163 ROMANO, *op. cit.*, p. 1160.

164 VEASEY, E. Norman; FINKELSTEIN, J. A.; BIGLER, C. Stephen. Delaware supports directors with three-legged stool of limited liability, indemnification, and insurance. **The Business Lawyer**, v. 42, n. 2, 1986, pp. 399-422, p. 401.

propositura de qualquer espécie de ação de responsabilidade contra a administração relativamente às contas aprovadas pela assembleia.

II. CHINA

A legislação societária chinesa não prevê expressamente qualquer mecanismo de exoneração de responsabilidade de administradores, seja por cláusula estatutária ou por deliberação de acionistas[165]. Embora não haja vedação explícita à liberação mediante deliberação assemblear, tal prática é rara nas companhias chinesas[166]. A ausência de mecanismos protetivos tem sido alvo de críticas doutrinárias, com autores sugerindo a possibilidade de exoneração mediante resolução dos acionistas ou cláusula nos estatutos sociais[167]. Debates acerca da inserção de tais mecanismos enfrentam a resistência do legislador chinês, que teme o enfraquecimento do regime de deveres de administradores[168].

O modelo chinês se estrutura com base em regime de responsabilidade pessoal irrenunciável, voltado à proteção institucional da companhia[169]. A lei societária da China, em seu Art. 188, estabelece que os conselheiros respondem pessoalmente por danos causados à companhia em razão de violação da lei ou regulação, dos estatutos sociais ou de deveres fiduciários[170]. Além disso, no Art.

165 Para um comentário, vide JINGJING, Liu. 论公司董事责任的免责机制. 湖南科技学院学报, v.35, n. 4, 2014, p.115-117, p. 116; 董事责任的限制与免除（下）**Yenlex.**

166 JINGJING, *op. cit.,* p. 116.

167 CUIPING, Li. 论董事对公司责任的免除事由. 洛阳师范学院学报 , v. 27, n. 4, 2008, pp. 61-63; QIONG, Fu. 公司利益范式下的董事义务改革. 中国法学, n. 6, 2022, pp. 197-218, p. 211-212.

168 QIONG, *op. cit.*, p. 212.

169 LI, Shuying. A Comparison of Fiduciary Duties as a Corporate Governance Mechanism in the US and China. **Academic Journal of Business & Management**, v. 4, n. 13, 2019, pp. 70–79, p. 72.

170 REPÚBLICA POPULAR DA CHINA. 中华人民共和国公司法 [Company Law of the People's Republic of China (Revised in 2023)]. No original: "Where any director, supervisor or senior executive violates any law, administrative regulation or the

190, o direito chinês assegura aos titulares de ações o direito de ajuizar ações derivadas em nome da companhia contra a administração, mesmo na hipótese de inércia dos órgãos internos, reforçando a indisponibilidade da pretensão reparatória[171].

III. ALEMANHA

Na Alemanha, a § 93 (4) da *Aktiengesetz* (AktG) 1965 ressalva a possibilidade da assembleia geral aprovar a renúncia da pretensão indenizatória de forma *ex-post*[172], ainda que apenas após três anos de seu surgimento e condicionada à inexistência de oposição de acionistas representantes de pelo menos 10% do capital social[173]. No entanto, veda-se o efeito preclusivo atribuído pela legislação brasileira à aprovação de contas, engendrando a exoneração alemã mero

articles of association during the performance of duties and causes any loss to the company, he/she shall be liable for compensation."

171 REPÚBLICA POPULAR DA CHINA. 中华人民共和国公司法 [Company Law of the People's Republic of China (Revised in 2023)], *op. cit.,* Art. 190 "Where any director or senior executive damages the shareholders' interests by violating any law, administrative regulation or the articles of association, the shareholders may initiate a lawsuit in the people's court"; Article 191 Where any director or senior executive causes any damage to any other person in the performance of duties, the company shall be liable for compensation. If any director or senior executive is intentional or has gross negligence, he/she shall also be liable for compensation."

172 ALEMANHA. Aktiengesetz (AktG) 1965, § 93, (4). No original: "Der Gesellschaft gegenüber tritt die Ersatzpflicht nicht ein, wenn die Handlung auf einem gesetzmäßigen Beschluß der Hauptversammlung beruht. Dadurch, daß der Aufsichtsrat die Handlung gebilligt hat, wird die Ersatzpflicht nicht ausgeschlossen. Die Gesellschaft kann erst drei Jahre nach der Entstehung des Anspruchs und nur dann auf Ersatzansprüche verzichten oder sich über sie vergleichen, wenn die Hauptversammlung zustimmt und nicht eine Minderheit, deren Anteile zusammen den zehnten Teil des Grundkapitals erreichen, zur Niederschrift Widerspruch erhebt. Die zeitliche Beschränkung gilt nicht, wenn der Ersatzpflichtige zahlungsunfähig ist und sich zur Abwendung des Insolvenzverfahrens mit seinen Gläubigern vergleicht oder wenn die Ersatzpflicht in einem Insolvenzplan geregelt wird."

173 Para comentários à lei alemã neste ponto, cf. WAGNER, G.; KLEIN, F. *In:* DEAKIN, Simon et al. **Directors and Officers (D and O) Liability.** Berlim: Walter de Gruyter GmbH, 2018, pp. 159-206, p. 184-185; GRIGOLEIT, Hans Christoph. Directors' Liability and Enforcement Mechanisms – General Structure and Key Issues – From the German Perspective. *In:* FLEISCHER, Holger; KANDA, Hideki; KIM, Kon Sik; MÜLBERT, Peter (eds.) **German and Asian Perspectives on Company Law.** Tübingen: Mohr Siebeck, 2016 (Forthcoming). Disponível: https://ssrn.com/abstract=2728726.

voto de confiança da gestão dos administradores[174]. Isso porque, a despeito da § 120 (1) da *Aktiengesetz* (AktG) prever que a assembleia geral pode deliberar anualmente sobre concessão de exoneração aos administradores e membros do Conselho de Supervisão[175], a § 120 (2) indica expressamente que tal deliberação não implica renúncia à pretensão de indenização contra o administrador[176], representando mera aprovação simbólica. Interpreta-se, inclusive, que isso afetaria a propositura de ação derivativa pelos acionistas[177].

Sob perspectiva histórica, o *Allgemeines Deutsches Handelsgesetzbuch* de 1884 fazia menção à implícita aprovação das ações dos administradores referentes às contas diante da suspensão pela minoria da reunião em que seriam aprovadas[178]. A despeito da

174 WOOLDRIDGE, Frank. Liability of members of German Vorstand (executive board). **Amicus Curiae,** Issue 10 (1998), pp. 27-30, p. 27; UNANYANTS-JACKSON, Eugenia. **Directors' Liability Discharge Proposals: The Implications for Shareholders.** Manifest (2008), p. 21. Disponível: https://ssrn.com/abstract=1156817.

175 ALEMANHA. Aktiengesetz (AktG) 1965, § 120 (1). No original: "Die Hauptversammlung beschließt alljährlich in den ersten acht Monaten des Geschäftsjahrs über die Entlastung der Mitglieder des Vorstands und über die Entlastung der Mitglieder des Aufsichtsrats. Über die Entlastung eines einzelnen Mitglieds ist gesondert abzustimmen, wenn die Hauptversammlung es beschließt oder eine Minderheit es verlangt, deren Anteile zusammen den zehnten Teil des Grundkapitals oder den anteiligen Betrag von einer Million Euro erreichen. (2) Ao conceder a quitação, a Assembleia Geral Anual aprova a administração da empresa pelos membros do Conselho de Administração e do Conselho de Supervisão. A quitação não inclui a renúncia a pedidos de indenização."

176 Para comentários à lei alemã neste ponto, cf. SASSERON, Adriano Helena. **Quitus dos Administradores de S.A.: Entraves e Disfuncionalidade.** Tese (Láurea) - Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2019, p. 100.

177 BLACK, Bernard S. et al. **Comparative Analysis on Legal Regulation of the Liability of Members of the Management organs of Companies.** ECGI Working Paper nº 103/2008 (2008), p. 190. Disponível: https://ssrn.com/abstract=1001990.

178 ALEMANHA. **Allgemeines Deutsches Handelsgesetzbuch** (1884). No original: "Artikel 239a. Zur Prüfung der Bilanz können durch die Generalversammlung besondere Revisoren bestellt werden. Die Verhandlung ist zu vertagen, wenn dies mit einfacher Stimmenmehrheit beschlossen oder von einer Minderheit, deren Antheile den zehnten Theil des Grundkapitals darstellen, verlangt wird, auf Verlangen der Minderheit jedoch nur, soweit von ihr bestimmte Ansätze der Bilanz bemängelt werden. Ist die Verhandlung auf Verlangen der Minderheit vertagt, so gilt bezüglich der nicht bemängelten Ansätze der Bilanz die Entlastung des Vorstandes als erfolgt." Com efeito, o referido dispositivo serviu de inspiração à legislação japonesa, cf. seção II.B.iv *infra.*

particular exoneração sugerida no dispositivo, o atual regime alemão de exoneração de administradores apenas se consolidou em 1965. De modo embrionário, o *Aktiengesetz* (AktG) de 1937[179] previa em sua § 84 (4) a possibilidade de renúncia a partir de cinco anos após o surgimento da reivindicação e sem oposição de um quinto do capital social[180]. A partir de tal combinação, então, passou-se a compreender que a renúncia que não atendesse a essas condições não implicaria real impedimento de propositura de ação de responsabilidade[181].

Porém, em julgamento proferido pelo *Bundesgerichtshof*[182], o Tribunal de Justiça Federal da Alemanha, minou-se a § 84 (4) e sustentou-se que a renúncia deliberada de forma unânime engendraria efeito preclusivo à responsabilização dos administradores, supostamente como forma de proteger a vontade dos acionistas minoritários[183]. Em sentido contrário, o legislador da *Aktiengesetz* (AktG) em 1965 decidiu por abolir completamente qualquer efeito preclusivo da exoneração dos

179 ALEMANHA. **Aktiengesetz** (AktG) 1937, *op. cit.*, § 104. No original: "§ 104 Entlastung (1) Die Hauptversammlung beschliest alljährlich in den ersten fünf Monaten des Geschäftsjahrs über die Entlastung des Borstands und des Aufsichtsrats. Die Sakung kann eine andexe Frist von nicht mehr als sieben Monaten bestimmen. (2) Die Berhandlung über die Entlastung soll mit der Verhandlung über die Gewinnverteilung ($ 126) verbunden werden. Der Vorstand hat den Jahres abschluß mit dem Bericht des Aufsichtsrats (§ 96) der Hauptversammlung vorzulegen. § 125 Ab. 6 über die Auslegung des Jahresabschlusses gilt sinn. genäß."

180 ALEMANHA. **Aktiengesetz** (AktG) 1937, *op. cit.,* § 84 (4). No original: "Der Gesellschaft gegenüber tritt die Ersak. pslicht nicht ein, wenn die Handlung auf einem gesekmäßigen Beschluß der Hauptersammlung be ruht. Dadurch, daß der Aufsichtsrat die Handlung gehilligt hat, wird die Ersahpslicht nicht ausge schlossen. Die Gesellfchaft kann erst nach fünf Jahren seit der Entstehung des Anspruchs und nur dann auf Ersaßansprüche verzichten oder sich darüber ver gleichen, wenn die Hauptversanmlung zustimmt und nicht eine Minderheit, deren Anteile den fünften Teil des Grundkapitals erreichen, widerspricht. Die zeitliche Beschränkung gilt nicht, wenn der Ersak. pslichtige zahlungsunfähig ist und sich zur Ab. wendung oder Beseitigung des Konkursverfahrens mit seinen Gläubigern vergleicht."

181 RÖSING, Wolfgang. **Die Entlastung im Stiftungsrecht.** Hamburgo: Bucerius Law School Press, 2013, p. 194.

182 ALEMANHA. BGH 28.05.1956 - II ZR 77/55 (BGHZ 29, 385, 390).

183 SETHE, Rolf. Die aktienrechtliche Zulässigkeit der sogenannten "Teilentlastung". **Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (ZIP)**, v. 17, n. 31, 1996, pp. 1321-1327, p. 1323; RÖSING, Wolfgang. **Die Entlastung im Stiftungsrecht.** Hamburgo: Bucerius Law School Press, 2013, p. 194.

administradores no âmbito da pretensão indenizatória[184]. Com efeito, a partir desse momento o regime de exoneração de responsabilidade dos administradores na Alemanha tomou seus contornos atuais em que veda explicitamente o efeito preclusivo da exoneração em sede assemblear.

IV. JAPÃO

A consulta às diferentes legislações societárias japonesas ao longo da história revela uma evolução da disciplina da responsabilidade dos administradores no direito societário que remonta, em suas origens, ao final da Era Meiji. Nesse período, foi promulgada a primeira versão do Código Comercial japonês, em 1890[185]. Essa versão, entretanto, foi duramente criticada por copiar modelos estrangeiros, o que motivou a sua revisão e a promulgação de uma nova versão em 1899[186]. Nesse diploma, a assembleia geral de acionistas passou a efetivamente dominar o exercício do poder de controle, o que tende a ser considerado reflexo da estrutura econômica então dominada pelo *zaibatsu*[187].

A reforma de 1899 inseriu o Art. 193, segundo o qual a aprovação, pela assembleia geral ordinária, das contas, balanços, propostas de reserva e distribuição de lucros, relatório de atividades e inventário implicava exoneração da responsabilidade civil de diretores e fiscais[188]. O dispositivo foi diretamente inspirado por normas de códigos

184 HÜFFER, Uwe. **Aktiengesetz.** 9ª ed. Munique: C. H. Beck, 2010, p. 650.

185 JAPÃO. 商法 **[Lei nº 32 de 1890].**

186 KOBASHI, Ichiro. わが国における会社法制の形成 [A Formação do Direito Societário Japonês]. *Universidade das Nações Unidas*, 1981, p. 6. JAPÃO. 商法（明治三十二年法律第四十八号**) [Código Comercial (Lei nº 48 de 1899)].**

187 SHISHIDO, Zenichi**.** Reform in Japanese Corporate Law and Corporate Governance: Current Changes in Historical Perspective, **The American Journal of Comparative Law**, v. 49, n. 4, 2001, p. 657-658. Ver também MILHAUPT, Curtis; WEST, Mark. **Economic Organizations and Corporate Governance in Japan: The Impact of Formal and Informal Rules**. Oxford: Oxford University Press, 2003, p. 10-11.

188 JAPÃO. 商法（明治三十二年法律第四十八号**) [Código Comercial (Lei nº 48 de 1899)]**, Art. 193. "When the approval mentioned in Art. 192, 1 has been given by the ordinary general meeting, the company is deemed to have absolved the directors and inspectors from responsibility. This does not, however, apply so far as directors

comerciais europeus da época[189], notadamente o Art. 239a do Código Comercial do Império Alemão vigente entre 1884 e 1887 (*Allgemeine Deutsche Handelsgesetzbuch*)[190], o Art. 190.º do Código Comercial Português de 1888[191], dispositivos do *Code fédéral des obligations* suíço de 1881[192] e o Art. 64 da Lei belga de 18 de maio de 1873[193]. Conforme a

or inspectors have acted in a dishonest manner" (Trad. Ludwig Hermann Lönholm, 1906).

189 SANO, Tomoya. 法典調査会原案 **[Rascunho original do Comitê de Pesquisa do Código Comercial 1899]**. Disponível: https://law-platform.jp/hist/132048d/132048/AQDBAQEB.

190 O dispositivo foi introduzido ao Código Comercial Alemão em 1884, mas não foi reproduzido no Código Comercial de 1887. Cf. ALEMANHA. **Allgemeines Deutsches Handelsgesetzbuch** (1884). No original: "Artikel 239a. Zur Prüfung der Bilanz können durch die Generalversammlung besondere Revisoren bestellt werden. Die Verhandlung ist zu vertagen, wenn dies mit einfacher Stimmenmehrheit beschlossen oder von einer Minderheit, deren Antheile den zehnten Theil des Grundkapitals darstellen, verlangt wird, auf Verlangen der Minderheit jedoch nur, soweit von ihr bestimmte Ansätze der Bilanz bemängelt werden. Ist die Verhandlung auf Verlangen der Minderheit vertagt, so gilt bezüglich der nicht bemängelten Ansätze der Bilanz die Entlastung des Vorstandes als erfolgt."

191 PORTUGAL. Código Comercial de 1888, Art. 190. No original: "A aprovação da assembléa geral ao balanço e contas de gerencia da administração liberta os directores e os membros do conselho fiscal da sua responsabilidade para com a sociedad, decorridos que sejam seis mezes, salvo provando-se que nos inventários e balanços houve omissões ou indicações falsas com o fim de dissimiluar a situação da sociedade."

192 SUÍÇA. Code fédéral des obligation du 14 juin 1881, Art. 644. No original: "L'assemblée générale est convoquée par l'administration et, au besoin, par les contrôleurs. Les actionnaires se réunissent une fois par an, en assemblée générale ordinaire, dans les six mois qui suivent la clôture de l'exercice, pour prendre connaissance du bilan, voter sur le résultat de l'exercice et fixer le dividende. Les décisions que l'assemblée prend à , cet égard sont nulles si elle n'a pas été nantie préalablement du rapport des contrôleurs. D'autre part, l'assemblée générale possède seule les attributions suivantes : 1° le droit de nommer l'administration et les contrôleurs ; 2° le droit de voter les statuts et les modifications qu'ils comportent ; 3° le droit de statuer sur toutes les questions qui lui sont réservées par la loi ou par les statuts. Art. 655: L'administration doit pourvoir à la tenue des livres nécessaires. Elle doit soumettre aux actionnaires dans le délai légal le bilan de l'exercice précédent. Ceux qui, à un titre quelconque, prennent part à la gestion, n'ont pas voix deliberative lorsqu'il s'agit de donner décharge a l'administration pour la gestion et la reddition des comptes. Cette règle ne s'applique pas aux personnes qui se bornent a surveiller la gestion."

193 BÉLGICA. Loi du 18 Mai 1873 sur les Sociétés Commerciales, Article 64. No original: "L'assemblée générale entend les rapports des administrateurs et des commissaires et discute le bilan. Le conseil d'administration a le droit de proroger, séance tenante, l'assemblée à trois semaines. Cette prorogation annule toute décision prise. La

exposição de motivos, pretendia-se conferir efeito jurídico à aprovação das contas, evitando que a responsabilidade dos administradores se tornasse "excessivamente grave e impossível de suportar"[194].

Embora similar ao modelo brasileiro do *quitus*, também inserido na década de 1890, o dispositivo japonês sofreu trajetória diversa. Em 1938, foi realocado para o Art. 284 e teve sua redação alterada. A nova redação passou a deixar claro que só há isenção de responsabilidade caso não haja deliberação em contrário dentro de dois anos após a aprovação das contas, eliminando-se, com isso, a exoneração automática[195]. De outro lado, passou-se a permitir que a exoneração fosse concedida por deliberação especial da assembleia geral[196].

Essa redação foi mantida na reforma de 1950[197], conduzida durante a ocupação aliada (*Supreme Commander for the Allied Powers* – SCAP). Inspirada no modelo estadunidense de governança à época

---

seconde assemblée a le droit d'arrêter définitivement le bilan. L'adoption du bilan par l'assemblée générale vaut décharge pour les administrateurs et les commissaires de la société, mais en tant seulement que l'assemblée n'ait pas fait de réserve contraire et que le bilan ne contienne ni omission, ni indication fausse dissimulant la situation réelle de la société. Toutefois, cette décharge n'est pas opposable aux actionnaires absents, quant aux actes faits en dehors des statuts s'ils ne sont spécialement indiqués dans la convocation."

194 法典調査会 商法委員会議事要録 第41回 [Comissão de Investigação do Código Comercial, ata da 41.ª reunião da Comissão de Direito Comercial], 18 nov. 1899.

195 JAPÃO. 商法（明治三十二年法律第四十八号**) [Código Comercial (Lei nº 48 de 1899)]**, 官報 1938年04月05日, Art. 284. "Se, no prazo de dois anos após a aprovação referida no parágrafo primeiro do artigo precedente pela assembleia geral ordinária, não for adotada deliberação em sentido diverso, considerar-se-á que a sociedade exonerou os diretores ou os auditores de sua responsabilidade. Contudo, esta disposição não se aplica caso os diretores ou os auditores tenham cometido atos fraudulentos." (tradução livre). Cf. 大島 一輝 [Kzuki Oshima]. 会計不正と会社法 **[Fraudes Contábeis e o Direito Societário].** Tese de doutorado (Universidade de Keio), 2021, p. 7-8. Chegou-se a discutir a exclusão total do dispositivo, mas a medida foi considerada "drástica demais". Então, seu conteúdo foi revisado em vez disso 大島 一輝 [Kzuki Oshima]. 会計不正と会社法 **[Fraudes Contábeis e o Direito Societário].** Tese de doutorado (Universidade de Keio), 2021, p. 7-8.

196 大島 一輝 [Kzuki Oshima]. 会計不正と会社法 **[Fraudes Contábeis e o Direito Societário].** Tese de doutorado (Universidade de Keio), 2021, p. 7-8.

197 SANO, Toyoma. 商法（～1951年） **[Código Comercial (até 1951)]**, Art. 193. Disponível: https://law-platform.jp/hist/132048/132048/AQDBAQEB#rev-5d3ea279ea0bef6bed6c8a3a.

— dispersão acionária e controle gerencial —, a reforma buscou reduzir o poder dos conglomerados familiares, diminuir a centralidade da assembleia[198] e consolidar o regime de deveres fiduciários dos administradores, num esforço para um sistema mais "democrático" de direito societário[199]. Nesse contexto, passou-se a exigir deliberação unânime da assembleia para a exoneração de responsabilidade dos administradores[200].

Esse requisito foi mantido no regime instituído pela Lei n.º 86 de 2005, que reformulou o direito societário japonês[201]. A nova legislação passou a prever, ainda, a possibilidade de exoneração parcial da responsabilidade dos administradores, conferindo a possibilidade de calcular os valores que podem ser cobrados do administrador por danos à companhia sem afastar o controle assemblear sobre a exoneração integral[202].

V. ÍNDIA

Historicamente, não há previsão de exoneração da administração a partir da aprovação de contas nem mediante resolução dos acionistas na legislação indiana. Nosso mapeamento não localizou nenhum mecanismo legislativo de liberação mediante resolução dos acionistas

198 BLAKEMORE, Thomas; YAZAWA, Makoto. Japanese Commercial Code Revisions: Concerning Corporations. The American Journal of Comparative Law, v. 2, n. 1, 1953, p. 16.

199 Cf. MILHAUPT, Curtis; WEST, Mark. **Economic Organizations and Corporate Governance in Japan: The Impact of Formal and Informal Rules**. Oxford: Oxford University Press, 2003, p. 11. Ver também SEKI, Tayaka; CLARKE, Thomas. The Evolution of Corporate Governance in Japan: The Continuing Relevance of Berle and Means. **Seattle University Law Review**, v. 37, 2014, p. 721.

200 BLAKEMORE, Thomas; YAZAWA, Makoto. Japanese Commercial Code Revisions: Concerning Corporations. The American Journal of Comparative Law, v. 2, n. 1, 1953, p. 21. SALWIN, Lester. The New Commercial Code of Japan: Symbol of Gradual Progress Toward Democratic Goals. **Georgetown Law Journal**, v. 50, n. 3, p. 503-504.

201 JAPÃO. 会社法 **[Lei de Sociedades por Ações]**, Art. 424. "An exemption from liability under paragraph (1) of the preceding Article may not be given without the consent of all shareholders." (Japanese Law Translation. Disponível: https://www.japaneselawtranslation.go.jp/en/laws/view/3206/en#je_pt2ch4sc12at1).

202 Cf. JAPÃO. 会社法 **[Lei de Sociedades por Ações]**, Art. 425.

no direito da Índia. Assim, o ordenamento jurídico indiano se distancia do modelo brasileiro.

Desde 1936[203], de maneira similar à lei inglesa, o direito societário indiano previa a nulidade de cláusulas estatutárias com previsão de exoneração de responsabilidade para membros da administração[204]. Antes disso, em 1929, a Bombay High Court afirmou a "conveniência de uma emenda no Indian Companies Act de 1913" a fim de "invalidar as amplas isenções de responsabilidade concedidas estes estatutos sociais", destacando "a Section 152 do novo English Companies Act de 1929, que, na prática, torna nulos estatutos dessa natureza"[205]. O Companies Act 2013 revogou o dispositivo e removeu a previsão de nulidade de cláusulas liberatórias[206]. Na prática, o regime atual não impõe qualquer restrição à inclusão de cláusulas liberatórias nos estatutos das companhias indianas.

VI. REINO UNIDO

Em regra, a exoneração de responsabilidade de administradores *ex ante* é vedada pela legislação societária do Reino Unido. O Companies Act de 2006 considera nulas quaisquer cláusulas com o objetivo de isentar a administração de responsabilidade por negligência, falta (*default*), violação de dever ou fidúcia[207]. A regra foi codificada pela

203 ÍNDIA. The Companies (Amendment) Act XXII of 1936.

204 ÍNDIA. The Companies Act, 1956, Section 201. No original: "Save as provided in this section, any provision, whether contained in the articles of a company or in an agreement with a company or in any other instrument, for exempting any officer of the company or any person employed by the company as auditor from, or indemnifying him against, any liability which, by virtue of any rule of law, would otherwise attach to him in respect of any negligence, default, misfeasance, breach of duty or breach of trust of which he may be guilty in relation to the company, shall be void."

205 ÍNDIA. Bombay High Court. Govind Narayan Kakade v. Rangnath Gopal Rajopadhye. Relator: Juiz Amberson Marten. AIR 1930 BOMBAY 572, julgado em 20.11.1929, § 46.

206 ÍNDIA. Companies Act 2013.

207 REINO UNIDO. Companies Act 2006, § 232. No original: "Provisions protecting directors from liability (1) Any provision that purports to exempt a director of a company (to any extent) from any liability that would otherwise attach to him in

primeira vez no Companies Act de 1929[208], após recomendação do Greene Committee em resposta a decisão que reconheceu imunidade à violação de deveres fiduciários em razão de cláusula estatutária liberatória[209]. O relatório do Greene Committee observou que cláusulas de isenção de responsabilidade da administração haviam se tornado comuns nos estatutos sociais de modo a criar "uma proteção injustificável aos administradores"[210]. Além disso, consignou que "uma medida legislativa nesse sentido não imporia qualquer ônus indevido a um administrador diligente" nem "desincentivaria pessoas qualificadas a aceitarem cargos de administração"[211].

Esse regime comporta uma exceção. Conforme a § 232, os acionistas podem optar por ratificar *ex post facto* condutas da administração que correspondam a negligência, falta (*default*), violação de dever ou fidúcia mediante resolução ordinária aprovada pela maioria dos votos na assembleia[212]. Trata-se do "único meio disponível para que uma companhia renuncie efetivamente ao seu direito de acionar um administrador" no direito inglês[213]. Importa mencionar que certas condutas não são passíveis de ratificação, como é o caso

connection with any negligence, default, breach of duty or breach of trust in relation to the company is void."

208 *Ibid.* § 152.A regra foi reproduzida nos diplomas de 1948 e 1985. REINO UNIDO. Companies Act 1985. § 310; Companies Act 1948. § 205.

209 COMPANY LAW AMENDMENT COMMITTEE. 1925-26 Report presented to Parliament by command of His Majesty. Londres, 1926, §§ 46-47; REINO UNIDO. **Re City Equitable Fire Insurance Co [1925] Ch 407**.

210 COMPANY LAW AMENDMENT COMMITTEE, *op. cit.*, § 46.

211 *Ibid.*

212 REINO UNIDO. Companies Act 2006, § 239. No original: "(1)This section applies to the ratification by a company of conduct by a director amounting to negligence, default, breach of duty or breach of trust in relation to the company. (2)The decision of the company to ratify such conduct must be made by resolution of the members of the company". Para um comentário, vide CABRELLI, D.; MCALPINE, A. Directors' and Officers' Liability in the United Kingdom. In: KOZIOL, H.; DEAKIN, S.; RISS, O. (eds). **Directors and Officers (D & O) Liability**. Tort and Insurance Law, v. 36. De Gruyter: Berlin, pp. 669-722, p. 699-700; CRANSTON, Ross. Limiting directors' liability: ratification, exemption and indemnification. **Journal of Business Law**, 1992, pp. 197-211.

213 CABRELLI; MCALPINE *op. cit.*, p. 707.

de atos ilícitos[214]. A ratificação da § 232 resulta em renúncia da ação de responsabilidade pelos acionistas da companhia em determinadas circunstâncias e, portanto, comporta efeito exoneratório.[215] A ratificação não se confunde, contudo, com a exoneração. O efeito liberatório não é consequência automática associada à aprovação de contas. Ao contrário, a liberação resulta da ratificação de condutas específicas e está sujeita a controle por parte dos acionistas[216].

VII. FRANÇA

A atual redação do *Code de commerce* impõe vedação expressa a qualquer espécie de renúncia ao exercício da ação de responsabilidade contra administradores. O Art. L225-253 prevê *in verbis*:

> É reputada não escrita qualquer cláusula dos estatutos que tenha por efeito subordinar o exercício da ação de responsabilidade à aprovação prévia ou à autorização da assembleia geral, ou que implique, de forma antecipada, a renúncia ao exercício dessa ação. Nenhuma decisão da assembleia geral pode ter o efeito de extinguir uma ação de responsabilidade contra os administradores ou contra o diretor geral por infração cometida no exercício de seu mandato[217].

214 PAYNE, Jennifer. A Re-Examination of Ratification. **Cambridge Law Journal**, v. 58, n. 3, nov. 1999, pp. 604-626, p. 613-14.

215 *Ibid.,* p. 616-617.

216 CRANSTON, *op. cit.*, p. 203.

217 FRANÇA. Code de commerce (1807). No original: « Est réputée non écrite toute clause des statuts ayant pour effet de subordonner l'exercice de l'action sociale à l'avis préalable ou à l'autorisation de l'assemblée générale, ou qui comporterait par avance renonciation à l'exercice de cette action. Aucune décision de l'assemblée générale ne peut avoir pour effet d'éteindre une action en responsabilité contre les administrateurs ou contre le directeur général pour faute commise dans l'accomplissement de leur mandat ».

O Art. 1843-5 do *Code civil* contém vedação semelhante à exoneração por decisão assemblear[218]. A restrição existe no direito francês desde 1937, quando o dispositivo sobre ação de responsabilidade na lei de sociedades por ações então vigente (*Loi du 24 juillet 1867*) foi reformado para acrescentar proibição expressa à exoneração automática por deliberação da assembleia[219]. Antes disso, a aprovação das contas tinha efeito de exoneração automática dos administradores.

A jurisprudência francesa do fim do século XIX e começo do século XX interpretava a aprovação de contas (*quitus*) como impeditivo para a propositura de ação de responsabilidade contra a administração. Em 1889, a *Cour d'appel de Paris* concluiu que "[a] ação social, pertencente em princípio à sociedade, não pode mais ser exercida individualmente por um acionista com base em fatos pelos quais a assembleia geral, regularmente constituída, concedeu, de forma consciente, *quitus* e exoneração"[220].

De maneira semelhante, o *Tribunal de commerce de la Seine* negou legitimidade processual ao titular de ação de sociedade anônima quando "os fatos imputados aos administradores foram levados ao conhecimento dos acionistas em diversas assembleias gerais, as quais deliberaram concedendo quitação e exoneração aos administradores em relação à sua gestão"[221]. Em decisão contemporânea, a Cour d'appel d'Orléans entendeu ser o *quitus* oponível apenas aos acionistas, sem efeito exonerativo perante os credores sociais[222]. Também a doutrina do período reconhecia a exoneração automática mediante aprovação

218 FRANÇA. Code Civil (1804).

219 FRANÇA. Décret-loi du 31 août 1937 portant la modification ou complément aux diverses dispositions de la loi du 24 juillet 1887 sur les sociétés et de la loi du 13 novembre 1933 réglementant le droit de vote dans les assemblées d'actionnaires. **Journal Officiel de la République Française**, 1º.9.1937, p. 10052.

220 FRANÇA. Cour d'appel de Paris (1re Ch.), 29 mai 1889.

221 FRANÇA. Tribunal de Commerce de la Seine, 24 août 1898.

222 FRANÇA. Cour d'appel d'Orléans, 3 janvier 1895.

de contas e, em decorrência dela, a inadmissibilidade da ação movida contra administradores que obtiveram o *quitus*[223].

O relatório do *Conseil des ministres* anexo ao *Decret-loi du 31 août 1937*, que pôs fim à exoneração automática na França, justificou as propostas no intuito de "garantir aos investidores a segurança proporcionada por uma legislação capaz de prevenir e reprimir os abusos que podem ser cometidos na administração das sociedades de capitais"[224]. Observou-se ainda que "[e]ssa segurança, de fato, é essencial para estimular os investimentos, cuja retomada é especialmente adequada para facilitar a recuperação econômica"[225].

A reforma de 1937 resultou de longos debates sobre o regime de *accountability* e escândalos nos conselhos de administração franceses. As discussões que precederam a reforma no Senado francês sinalizavam a necessidade de "tornar possível, para os acionistas, o exercício de ações de responsabilidade contra os administradores"[226]. Embora a legislação "teoricamente" permitisse que os titulares de ações recorressem aos tribunais, "[n]a realidade, a situação [era] bem diferente pois os técnicos das sociedades (*techniciens des sociétés*) conseguiram contornar a lei e eliminar, de fato, na maioria dos casos, toda possibilidade de recurso à justiça"[227].

---

223 MICHOT, J. **Code annoté des sociétés commerciales anonymes**. Paris: Marchal, Billard et Cie (1884), p. 138-139; MOREAU, A. **Ce que doit savoir tout administrateur de société anonyme : caractères et révocabilité de son mandat, ses pouvoirs, ses devoirs et obligations, ses droits, sa responsabilité civile et pénale.** Paris: Journal des notaires et des avocats (1936), p. 98-101.

224 FRANÇA. Décret-loi du 31 août 1937 portant la modification ou complément aux diverses dispositions de la loi du 24 juillet 1887 sur les sociétés et de la loi du 13 novembre 1933 réglementant le droit de vote dans les assemblées d'actionnaires. **Journal Officiel de la République Française**, 1º.9.1937, p. 10052. No original: « Il importe plus que jamais de donner aux épargnants la sécurité que procure une législation susceptible de prévenir et de réprimer les abus qui peuvent être commis dans la gestion des sociétés de capitaux. »

225 *Ibid.* No original: « Cette sécurité est en effet de nature à développer les placements dont la reprise est particulièrement propre à faciliter le redressement économique. »

226 FRANÇA. Sénat : Session ordinaire de 1936 – Compte rendu in extenso – 39e séance. Séance du Mardi 7 Juillet 1936. **Journal Officiel de la République Française**, 8.7.1936, p. 675.

227 *Ibid.*

Dentre os artifícios usados para contornar a ação de responsabilidade contra a administração, o senador relator Victor Lesache constatou o "costume" de votar o *quitus* da gestão dos administradores "sem explicação, sem controle, e até mesmo sem o parecer dos auditores," o que se tornou efetivamente um "meio de tornar qualquer ação inadmissível, pois, quando o mandatário obtém a quitação de seu mandato, ele não pode mais ser acionado a menos que se prove que a quitação foi obtida por dolo ou erro, o que não é nada fácil"[228]. Lesache reportou ainda ter assistido a "escandalosas reuniões de acionistas, onde as queixas mais precisas foram articuladas, onde as acusações mais graves foram estabelecidas" e nelas observou, "em todas as vezes, o conselho de administração, após deixar a tempestade passar, sem sequer responder ou tentar se justificar, votar para si próprio o *quitus* apesar dos gritos de protesto"[229]. Concluiu o relator ser necessário pôr fim a "tão escandaloso regime", mediante o qual "[a] impunidade tornou-se a regra" na França[230].

Naquele período, a França passava por processo de pulverização de capital social e aglutinação de empresas em grupos societários, o que resultou no enfraquecimento dos acionistas e na decorrente concentração de poderes nas mãos do conselho de administração. Em particular, tornou-se comum o uso dos *pouvoirs en blanc* (poderes em branco) nas assembleias gerais: nada mais eram que procurações outorgadas pelos acionistas ao conselho, por intermédio de instituições financeiras, para constituir mandato de representação sem especificar mandatário[231]. Em decorrência disso, passou a vigorar nas empresas francesas a "supremacia onipotente dos conselhos de administração" às custas de "pessoas simples, que, ignorantes das questões da bolsa

228 *Ibid.*

229 *Ibid.*

230 *Ibid.*

231 FRANÇA. Sénat : Session ordinaire de 1934 – Compte rendu in extenso – 14e séance. Séance du Mardi 20 Février 1934. **Journal Officiel de la République Française**, 20.2.1934, p. 136.

de valores, confiaram em seus bancos locais e não sabem o que se passa em Paris"[232].

O escândalo envolvendo a administração do Banque Nationale de Crédit (BNC)—predecessor do BNP Paribas e quarto maior banco francês no período[233]— e Comptoir Lyon-Alemand na década de 1930 ilustra a blindagem contra fraudes proporcionada pelo *quitus*. Sob administração e controle comum, o BNC passou a operar primordialmente no financiamento de empresas do grupo Comptoir Lyon-Alemand com diversas irregularidades financeiras, fraudes contábeis e confusão patrimonial[234]. O Comptoir Lyon-Alemand foi à falência e o BNF passou por liquidação, mas obteve *bailout* do Estado francês[235]. Apesar disso, a administração do Comptoir Lyon-Alemand "obteve seu *quitus* com 21.000 votos contra 1.620" e o conselho do BNC obteve o *quitus* com "15.429 votos contra 298" em 1933[236]. Importa ressaltar, contudo, que o presidente e controlador por detrás das fraudes foi condenado pelo *Tribunal de commerce de la Seine*[237].

Como agravante da situação, os quadros de conselheiros de administração nas grandes empresas francesas eram ligados por laços tão estreitos que foram ironicamente descritos no Senado como "conselhos de camaradas" (*conseils de camarades*) que "não pertenc[iam] todos à mesma família, mas se ajuda[vam] mutuamente"[238]. Desse modo, a própria administração se reelegia por tempo indefinido,

232 *Ibid.*

233 La banque nationale de crédit (1913-1932). **Source d'Histoire BNP Paribas,** 2025. Disponível: https://histoire.bnpparibas/nos-fonds/rechercher-dans-les-archives-bnp-paribas/la-banque-nationale-de-credit-1913-1932/.

234 SAUL, Samir. Hubert Bonin, La Banque nationale de crédit : Histoire de la quatrième banque de dépôts française en 1913-1932. Paris: Éditions P.L.A.G.E., 2002. **H-France Review,** v. 7, n. 68, jun. 2007. Estima-se que entre um terço e metade das dívidas no BNC estivessem associadas a um só cliente, o Comptoir Lyon-Alemand. *Ibid.*

235 EMILE, James. L'État au secours des entreprises privées défaillantes. **Revue d'économie politique**, v. 46, n. 5, 1932, pp. 1496-1558, p. 1513-1514.

236 FRANÇA, 1934, p. 136.

237 Le krach du comptoir Lyon-Alemand : M. André Vincent est condamné à 3 ans de prison et 3.000 francs d'amende. **Journal Le Matin**, Paris, 10.7.1934, p. 3.

238 FRANÇA, 1934, p. 136.

cooptava os auditores independentes e "se por acaso os acionistas chegam a desconfiar de algo, suas reclamações [eram] abafadas com um *quitus*"[239].

Atualmente, o *quitus* não produz qualquer espécie de efeito liberatório para os administradores cujas conta tenham sido aprovadas em assembleia[240]. Desde a reforma na década de 40, a jurisprudência francesa tem sido categórica em afirmar que a concessão do *quitus* não impede posterior propositura de ação de responsabilidade contra a administração[241]. Além disso, a legislação societária francesa considera "não escrita" qualquer cláusula do estatuto social que submeta o exercício da ação social à deliberação da assembleia geral e torna ineficazes decisões da assembleia geral que tenham como efeito impedir o exercício de uma ação de responsabilização contra administradores[242].

VIII. MÉXICO

Ao longo dos séculos XIX e XX, o México foi palco de inúmeras reformas de caráter político, social e econômico, que se refletiram em seu ordenamento jurídico. Entre as alterações legais relevantes, destaca-se a substituição do Código de Comércio de 1890, fortemente

239 *Ibid.*

240 Vide, por exemplo, BARBIÈRI, Jean-François. L'obtention du quitus de gestion, une vanité ? **Actu-Juridique**, 27.10.2021. Disponível: https://www.actu-juridique.fr/civil/immobilier/lobtention-du-quitus-de-gestion-une-vanite/.

241 Por exemplo, FRANÇA. **Cour de cassation, chambre civile 3, 4 nov. 1976, n° 75-11.366**. Bulletin civil, Paris, 1976; FRANÇA. **Cour de cassation, chambre commerciale, 15 déc. 1987, n° 86-13.479**. Bulletin civil, Paris, 1987; FRANÇA. **Cour de cassation, chambre civile 1, 16 juin 1987, n° 84-14.762**. Bulletin civil, Paris, 1987 ; FRANÇA. **Cour de cassation, chambre civile 3, 27 mai 2021, n° 19-16.716**. Bulletin civil, Paris, 2021.

242 FRANÇA. Code de Commerce (2000), Article L225-253. No original: "Est réputée non écrite toute clause des statuts ayant pour effet de subordonner l'exercice de l'action sociale à l'avis préalable ou à l'autorisation de l'assemblée générale, ou qui comporterait par avance renonciation à l'exercice de cette action. Aucune décision de l'assemblée générale ne peut avoir pour effet d'éteindre une action en responsabilité contre les administrateurs ou contre le directeur général pour faute commise dans l'accomplissement de leur mandat."

inspirado no modelo espanhol de 1829[243] e, em menor medida, no Código Comercial italiano de 1882, ambos baseados no Código Comercial francês de 1808.[244]

A evolução da disciplina societária ganhou contornos mais definidos com a edição da Ley General de Sociedades Mercantiles (LSM), de 1934, que permanece em vigor. No âmbito desse dispositivo, foi abordada a exoneração da responsabilidade dos administradores. A despeito de prever a necessidade de aprovação das contas por maioria sem a participação dos administradores interessados[245], o referido ordenamento não previu a concessão automática de exoneração de responsabilidade aos administradores cujas contas tivessem sido aprovadas.

Em realidade, de maior relevância se afigura o Art. 76 da LSM de 1934, o qual dispõe que a ação social de responsabilidade contra administradores não poderá ser proposta – seja originária seja derivada – não poderá ser proposta caso a assembleia geral tenha absolvido os administradores de responsabilidade mediante voto favorável de 3/4 do capital social[246]. A despeito da maior proteção dos

243 ESPAÑA. Código de comercio: decretado, sancionado y promulgado en 30 de mayo de 1829. Madrid: Imprenta Real, [1829]. Reproducción digital conservada en la Universidad de Sevilla. É válido destacar que, nesse modelo, havia referência a exoneração de responsabilidade dos administradores, dado Art. 343: *"Cualquiera daño que ocurriere en los intereses de la compañía por dolo, abuso de facultades o negligencia grave de uno de los socios, constituirá a su autor en la obligación de indemnizarlo, si los demás socios lo exigieren, con tal que no pueda deducirse por acto alguno su aprobación o ratificación expresa o virtual del hecho sobre que se funde la reclamación."*

244 ORANTES, Eduardo Morales. Corporate governance in Mexico: regulatory and institutional perspectives. *In:* NGWU, Franklin; OSUJI, Onyeka; STEPHEN, Frank (coords.). **Corporate Governance in Developing and Emerging Markets.** Londres: Routledge, 2016, p. 142

245 MÉXICO. Ley General de Sociedades Mercantiles (1934). No original: "Los administradores y los comisarios no podrán votar en las deliberaciones relativas a la aprobación de los informes a que se refieren los artículos 166 en su fracción IV y 172 en su enunciado general o a su responsabilidad. En caso de contravención esta disposición, la resolución será nula cuando sin el voto del Administrador o Comisario no se habría logrado la mayoría requerida"

246 MÉXICO. Ley General de Sociedades Mercantiles (1934). No original: "*"La acción de responsabilidad en interés de la sociedad contra los gerentes, para el reintegro del patrimonio social, pertenece a la asamblea y a los socios individualmente considerados; pero éstos no podrán ejercitarla cuando la asamblea, con un voto

direitos dos acionistas minoritários mediante a exigência de quórum qualificado para fins de eficácia da exoneração[247], curiosamente o ordenamento mexicano, em semelhança com o que ocorre no Brasil, exige a prévia anulação da decisão de exoneração como condição para fins de ajuizamento da ação de responsabilidade[248]. Dessa forma, ainda que se afastando do pressuposto brasileiro de exoneração automática em decorrência da mera aprovação das contas, o México similarmente enxerga a absolvição específica como ato jurídico perfeito.

IX. INDONÉSIA

A lei societária da Indonésia não prevê qualquer espécie de efeito liberatório atrelado à aprovação de contas da administração (*law on the books*). Apesar da ausência de reconhecimento formal, a prática societária desenvolveu mecanismos análogos que efetivamente resultam na exoneração dos administradores no momento da aprovação de contas (*law in action*).

Segundo o Art. 69(1) da Lei Nº 40 de 2007 sobre Companhias de Responsabilidade Limitada, a assembleia geral de acionistas é responsável pela aprovação do relatório anual, incluindo a ratificação de demonstrações financeiras da administração e relatórios de supervisão dos auditores[249]. No momento da apreciação do relatório anual, é comum que também seja aprovada a declaração de quitação e exoneração — chamada pela doutrina *acquit et décharge* — mediante deliberação específica[250]. O mecanismo resulta na "exoneração total de

favorable de las tres cuartas partes del capital social, haya absuelto a los gerentes de su responsabilidad."

247 A construção favorável aos interesses dos *shareholders* constante na LSM de 1934 é comentário frequente na doutrina. Vide, por exemplo, ORANTES, *op. cit.,* p. 143; DILLENBECK, *op. cit.*

248 DILLENBECK, Richard R. The shareholder's suit in Mexican law. The American Journal of Comparative Law, Oxford, v. 9, n. 1, p. 82, winter 1960.

249 REPÚBLICA DA INDONÉSIA. Undang-undang (UU) Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas.

250 LUBIS, Tri Murti; SIRAIT, Ningrum Natasya; SITOMPUL, Zulkarnian; SIREGAR, Mahmul. Director's Accountability for the Company's Sales Results and Commissioner's

responsabilidade ao conselho de administração", de modo que "se no futuro houver prejuízos para a companhia em decorrência de políticas e/ou com base nas ações do conselho de administração durante seu mandato no exercício financeiro, o conselho de administração não deverá mais ser responsabilizado"[251]. Assim, o *acquit et décharge* impede a propositura de ações contra os administradores por responsabilidade civil, salvo em relação a condutas que não tenham sido contempladas no relatório anual, bem como infrações de natureza penal[252].

A ausência de regulação sobre o *acquit et décharge* resulta em inseguranças sobre escopo e aplicação da prática, evidenciada pelas críticas doutrinárias[253] e confusão jurisprudencial[254]. Em uma das escassas referências legislativas, a explicação do Art. 70(1) da Lei nº 19 de 2003 sobre empresas estatais observa a necessidade de auditoria das demonstrações financeiras para a concessão de *acquit et décharge* à administração[255]. Apesar do silêncio da lei, uma tese de doutorado

Actions in Asset Recovery. **4th International Conference on Law Reform – KnE Social Sciences**, v. 2024, 2024, pp. 25-37, p. 30-31. Vide também RIYANTO, Oleh Agus. 'Acquit et de Charge' Direksi. **Binus University Business Law**, jan. 2017. Disponível: https://business-law.binus.ac.id/2017/01/21/acquit-et-de-charge-direksi/.

251 *Ibid*, p. 31 (tradução livre); SUDIRMAN, Lu. Application of Acquit et de Charge in Removal of the Board of Directors of a Limited Company. **Widya Yuridika: Jurnal Hukum**, v. 6, n. 1, 2023, pp. 135-146, p. 140-141.

252 SUDIRMAN, Lu. Application of Acquit et de Charge in Removal of the Board of Directors of a Limited Company. **Widya Yuridika: Jurnal Hukum**, v. 6, n. 1, 2023, pp. 135-146, p. 142.

253 LUBIS et al., *op. cit.*, p. 30-31 ; SUDIRMAN, *op. cit.*, p. 143; RIYANTO, *op. cit.*; RAMADHAN, Mochamad Fajar. Kepastian Hukum Pembebasan Tanggung Jawab Direksi (Volledig Acquit et de Charge) terhadap Jalannya Perseroan sebagai Salah Satu Kewajiban dalam Rapat Umum Pemegang Saham Tahunan Berdasarkan Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas. Tese (Mestrado em Direito) – Universitas Pasundan, Bandung, 2019.

254 E.g. IQBAL, Muhammad. Analisa Yuridis Pertanggungjawaban Direksi pada Pengadaan Barang/Jasa di PT. Bank Sumut. **USU Law Journal**, v. 6, n. 4, jul. 2018, pp. 20-39.

255 REPÚBLICA DA INDONÉSIA. Penjelasan atas Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 19 Tahun 2003 tentang Badan Usaha Milik Negara. Disponível: https://jdih.kemenkeu.go.id/api/download/FullText/2003/19TAHUN2003UUPenj.htm. No original: "Pemeriksaan laporan keuangan (financial audit) perusahaan dimaksudkan untuk memperoleh opini auditor atas kewajaran laporan keuangan dan perhitungan tahunan perusahaan yang bersangkutan. Opini auditor atas laporan keuangan dan perhitungan tahunan dimaksud diperlukan oleh pemegang saham/Menteri antara

defendida em 2018 observou que a prática de exoneração mediante aprovação de contas é "amplamente utilizada por quase todas as companhias" na Indonésia[256].

Embora a jurisprudência indonésia seja elusiva, encontra-se ao menos uma decisão da Suprema Corte rejeitando ação de responsabilidade trazida por acionistas minoritários contra ex-administradores. Na ocasião, verificou-se a concessão explícita de exoneração pela assembleia geral em ata, o que levou a Corte a consignar que os administradores "foram liberados de toda responsabilidade (*acquit et décharge*), de modo que (...) não podem ser responsabilizados pelos prejuízos da empresa"[257].

Apesar do sistema jurídico indonésio ser formalmente distinto do Brasil ao não conter previsão legislativa sobre o *quitus*, na prática, o resultado é bastante similar: administradores costumam ser liberados no momento de aprovação de contas e essa liberação tem efeito preclusivo relativamente à ação de responsabilidade da administração. Importa observar, contudo, que a exoneração da administração é realizada mediante deliberação específica da assembleia – ao contrário do Brasil, onde a aprovação de contas é tratada como sinônimo de exoneração.

A doutrina traça vínculos estreitos entre o direito societário indonésio e a legislação colonial holandesa[258]. De fato, por muito tempo, a prática societária da Holanda foi dominada pelo *decharge*, que

---

lain dalam rangka pemberian acquit et decharge Direksi dan Komisaris/Dewan Pengawas perusahaan."

256 KUSHERMAN, Didit. **Perlindungan Hukum Bagi Pimpinan Bank Indonesia dalam Menetapkan Kebijakan Penanganan Krisis Sistem Keuangan di Indonesia**. Tese (Doutorado em Direito) – Faculdade de Direito, Universitas Brawijaya, Malang, 2018, p. 302-303.

257 MAHKAMAH AGUNG REPUBLIK INDONESIA. **Putusan No. 352 PK/Pdt/2009**. Peninjauan Kembali perkara perdata antara PT. Ikan Mas Djaya dan Oni Suriono dkk. melawan Eniwaty dan Ny. Lucy. Jakarta: Mahkamah Agung RI, 2009.

258 E.g. AKBAR, Royhan; MANGUNSONG, Nathaniel; PUCHNIAK, Dan W. The Abolition of Independent Directors in Indonesia: Rationally Autochthonous or Foolishly Idiosyncratic? **ECGI Law Working Paper Nº 802/2024**, 2024, p. 9. Disponível: https://www.ecgi.global/system/files/2024-09/13-abolition-of-ids-in-indonesia-ecgi-working-paper-sept-2024.pdf.

tinha efeito exoneratório similar ao do *acquit et décharge* hoje praticado na Indonésia – o que leva a crer que possa se tratar de legado direto do direito societário holandês. O próprio uso da expressão franco-latina *acquit et décharge* fortalece (embora não confirme) a hipótese de que se trata de transplante jurídico. Contudo, não localizamos fontes traçando uma associação direta entre o *acquit et décharge* indonésio e o *decharge* holandês.

Em 2001, Código Civil holandês sofreu reforma a fim de prever expressamente que "[a] aprovação das contas anuais não implica a liberação de responsabilidade para os conselheiros"[259]. Antes disso, a concessão de quitação mediante aprovação de demonstrações financeiras era corriqueira, com previsão explícita nos estatutos sociais de companhias holandesas[260]. A título de exemplo, os estatutos de 1910 do Dutch Hotel-Maatscliappij previam a plena quitação e exoneração de responsabilidade no momento da aprovação de contas[261].

A reforma foi fruto de recomendações da Comissão de Governança Corporativa (*Commissie Corporate Governance*), cujas diretrizes aconselhavam o desmembramento da aprovação de contas e do *decharge* em itens separados na pauta da assembleia desde 1996[262]. A exposição de motivos emitida pelo gabinete do Ministro da Justiça em resposta às recomendações da Comissão destacou que a quitação de responsabilidade não é um direito exigível por parte

259 PAÍSES BAIXOS. Código Civil dos Países Baixos [Dutch Civil Code], Art. 2:101(3) (tradução livre). Para a lei que reformou o Código Civil, vide PAÍSES BAIXOS. Wet van 4 oktober 2001 tot wijziging van boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met kwijting aan bestuurders en commissarissen. Stb 2001, 467. Data de publicação: 18.10.2001.

260 BULTEN, C.D.J.; KREILEMAN, N. De dans ontspringen door decharge? In: SOLINGE, G. van; BEKKUM, J. van; KREILEMAN, N. (eds.). **Aansprakelijkheid van bestuurders en commissarissen**. **Nadere terreinverkenning in een uitdijend rechtsgebied**. Alphen aan den Rijn: Wolters Kluwer, 2017, pp. 417-444, p. 422-423.

261 PAÍSES BAIXOS. **Bijvoegsel tot de Nederlandsche Staatscourant van Dinsdag 5 Juli 1910**, n. 154, p. 638.

262 ZIE COMMISSIE CORPORATE GOVERNANCE. Corporate Governance in Nederland: De Veertig Aanbevelingen. Amsterdam, 1997. PAÍSES BAIXOS. Tweede Kamer der Staten-Generaal. Wijziging van boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met kwijting aan bestuurders en commissarissen. **Tweede Kamer, Vergaderjaar 2000-2001, 27 483 nr. 3**. Data de publicação: 10.11.2000, p. 1.

do administrador ou conselheiro[263]. Ao traçar a diferenciação entre *decharge* implícita – nos moldes brasileiros – e explícita – isto é, prevista em pauta – concluiu que "[a] prestação de contas à assembleia geral de acionistas por parte dos diretores e conselheiros é fortalecida quando a decisão sobre a quitação desses administradores deve ser tomada de forma expressa pelos acionistas"[264]. Julgando, pois, "desejável que os acionistas deliberem, de forma consciente e intencional, sobre a concessão ou não de quitação"[265], a Holanda vedou a exoneração automática de responsabilidade mediante aprovação de contas.

CONCLUSÃO

À luz da exposição acima, revela-se que o *quitus brasileiro* não apenas destoa dos ordenamentos de exoneração de responsabilidade de administradores encontrados em outros ordenamentos, mas constitui verdadeira anomalia histórica. Introduzido no contexto precedente ao Encilhamento e reforçado durante o Estado Novo, o dispositivo manteve-se incólume ao longo de sucessivas reformas no contexto nacional, cristalizando a exoneração automática dos administradores mediante a mera aprovação das contas e demonstrações financeiras. A isso soma-se a interpretação predominante de exigência de prévia anulação judicial da aprovação das contas para fins de propositura de ação de responsabilidade, mitigando a efetividade do *enforcement* dos deveres fiduciários e a tutela dos acionistas minoritários.

Sob perspectiva histórico-comparada, o exame das dez principais economias do Norte e do Sul Global demonstra que os ordenamentos jurídicos contemporâneos caminharam na direção oposta ao restringir ou abolir mecanismos análogos. A mensagem subjacente é de que a confiança assemblear, isoladamente, não constitui filtro suficiente para eximir os administradores de responsabilidade. A distintividade

263 *Ibid,* p. 2.
264 *Ibid.,* p. 3.
265 *Ibid.*, p. 4.

do regime brasileiro é também refletida sob o panorama das cinquenta maiores economias globais, em cuja pluralidade de abordagens distintas à exoneração de responsabilidade de administradores não se encontra qualquer mecanismo automático equivalente ou mesmo similar ao *quitus brasileiro*.

Diante desse quadro, a proposta de reforma contida no Projeto de Lei nº 2.925/2023 deve ser encarada como oportunidade para reformar o *enforcement* societário no Brasil. Ainda que a proposta da instauração do mecanismo por deliberação específica encontre abrigo em outras jurisdições, a referida substituição carece de similares salvaguardas para limitar os contornos da exoneração dos administradores àquelas encontradas nos referidos países – a exemplo do quórum qualificado e a ressalva do direito de ação por acionistas dissidentes. Desprovida de tais freios, a sugestão do Projeto de Lei nº 2.925/2023 arrisca criar um novo atalho para a exoneração, mudando o rótulo sem efetivamente resolver o problema.

Em suma, conclui-se que o *quitus* brasileiro sobrevive como resquício simultaneamente anacrônico, sob perspectiva histórica, e excepcional, sob perspectiva comparada. Trata-se de um fóssil jurídico que permanece intacto na nossa lei societária, e que, portanto, exige revisão. Sem a devida atenção, a simples manutenção do *quitus* no formato vigente apenas servirá para perpetuar um desequilíbrio institucional que favorece a impunidade da administração e coloca, em certa medida, o Brasil em posição desvantajosa na competição global por injeção de recursos no mercado de capitais.

BIBLIOGRAFIA

A lei das sociedades anônimas e o banco do decreto de 17 de janeiro de 1890. *Jornal do Commercio* (Rio de Janeiro), ano 1890, ed. 00086, 27 mar. 1890. Disponível em: https://memoria.bn.gov.br/DocReader/docreader.aspx?bib=364568_08&pasta=ano%20189&pesq=quitus&pagfis=574. Acesso em: 28 out. 2025.

ABADIE, Pauline. **Le quitus**. *Revue trimestrielle de droit commercial et de droit économique*, n. 3, p. 501–525, jul./set. 2017.

ADAMEK, Marcelo Vieira Von. **Responsabilidade civil dos administradores de S/A e as ações correlatas**. 1. ed. São Paulo: Saraiva, 2009.

ÁFRICA DO SUL. **Companies Act (No. 71 of 2008)**.

AKBAR, Royhan; MANGUNSONG, Nathaniel; PUCHNIAK, Dan W. **The abolition of independent directors in Indonesia: rationally autochthonous or foolishly idiosyncratic?** ECGI Law Working Paper n. 802. Bruxelas: European Corporate Governance Institute, 2024. Disponível em: https://www.ecgi.global/system/files/2024-09/13-abolition-of-ids-in-indonesia-ecgi-working-paper-sept-2024.pdf. Acesso em: 28 out. 2025.

ALEMANHA. **Aktiengesetz (AktG)**. 1937.

ALEMANHA. **Allgemeines Deutsches Handelsgesetzbuch**. 1884.

ALEMANHA. Bundesgerichtshof (BGH). **II ZR 77/55**, decisão de 28 maio 1956 (BGHZ 29, 385).

ALMEIDA, José Gabriel Assis de Almeida. A desnecessidade da ação de anulação de deliberação social de aprovação das contas como pressuposto para o ajuizamento da ação de responsabilidade em face de administrador da companhia. In: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro

de; AZEVEDO, Luis Andre; HENRIQUES, Marcus de Freitas (coords.). **Direito societário, mercado de capitais, arbitragem e outros temas: homenagem a Nelson Eizirik**. São Paulo: Quartier Latin, 2020. v. 1. p. 651–686.

ARGENTINA. **Ley de Sociedades Comerciales (Ley nº 19.550/1984)**.

aAUSTRÁLIA. **Corporations Act (No. 50, 2001)**.

ÁUSTRIA. **Aktiengesetz**. 2019.

BARBIÈRI, Jean-François. **L'obtention du quitus de gestion, une vanité ?** Actu-Juridique, 27 out. 2021. Disponível em: https://www.actu-juridique.fr/civil/immobilier/lobtention-du-quitus-de-gestion-une-vanite/. Acesso em: 28 out. 2025.

BÉLGICA. **Loi du 18 mai 1873 sur les sociétés commerciales**.

BLACK, Bernard S. et al. **Comparative analysis on legal regulation of the liability of members of the management organs of companies**. ECGI Working Paper nº 103/2008. 2008. Disponível em: https://ssrn.com/abstract=1001990.

BLAKEMORE, Thomas; YAZAWA, Makoto. **Japanese commercial code revisions: concerning corporations**. *The American Journal of Comparative Law*, v. 2, n. 1, 1953.

BNP PARIBAS. **La banque nationale de crédit (1913–1932)**. Source d'Histoire BNP Paribas, 2025. Disponível em: https://histoire.bnpparibas/nos-fonds/rechercher-dans-les-archives-bnp-paribas/la-banque-nationale-de-credit-1913-1932/. Acesso em: 28 out. 2025.

BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito societário**. 13. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2012.

BRASIL. Câmara dos Deputados. **Projeto de Lei nº 2.925/2023**. Brasília, DF, 2 jun. 2023.

BRASIL. **Decreto nº 164, de 17 de janeiro de 1890**.

BRASIL. **Decreto nº 434, de 4 de julho de 1891**.

BRASIL. **Decreto nº 8.821, de 30 de dezembro de 1882**.

BRASIL. **Decreto-Lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940**.

BRASIL. **Exposição de Motivos nº 00045/2023 – Ministério da Fazenda**. Brasília, DF, 24 abr. 2023.

BRASIL. **Lei nº 3.150, de 4 de novembro de 1882**.

BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976** (Lei das Sociedades por Ações).

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Agravo interno nos embargos de declaração no recurso especial nº 1.740.266/SP**. Terceira Turma. Rel. Min. Ricardo Villas Bôas Cueva. Julg. em 20 maio 2024.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Agravo regimental no agravo de instrumento nº 950.104/DF**. Terceira Turma. Rel. Min. Massami Uyeda. Julg. em 19 mar. 2009.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Agravo regimental no agravo de instrumento nº 640.050/RS**. Quarta Turma. Rel. Min. Luís Felipe Salomão. Julg. em 19 maio 2009.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Recurso especial nº 1.224.159/SP**. Quarta Turma. Rel. Min. Raul Araújo. Julg. em 21 set. 2021.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Recurso especial nº 1.741.338/SP**. Terceira Turma. Rel. Min. Nancy Andrighi. Julg. em 26 jun. 2018.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Recurso especial nº 256.596/SP**. Terceira Turma. Rel. Min. Nancy Andrighi (vencida). Rel. p/ acórdão Min. Antônio de Pádua Ribeiro. Julg. em 8 maio 2001.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Recurso especial nº 257.573/DF**. Terceira Turma. Rel. Min. Waldemar Zveiter (vencido). Rel. p/ acórdão Min. Ari Pargendler. Julg. em 8 maio 2001.

BRASIL. Tribunal de Justiça de São Paulo. **Agravo de instrumento nº 2122607-83.2020.8.26.0000**. 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial. Rel. Des. Ricardo Negrão. Julg. em 1º jun. 2021.

BRASIL. Tribunal de Justiça de São Paulo. **Agravo de instrumento nº 2193053-48.2019.8.26.0000**. 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial. Rel. Des. Cesar Ciampolini. Julg. em 28 out. 2020.

BRASIL. Tribunal de Justiça de São Paulo. **Apelação cível nº 0003410-53.2011.8.26.0011**. 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial. Rel. Des. Carlos Alberto Garbi. Julg. em 28 nov. 2016.

BRASIL. Tribunal de Justiça de São Paulo. **Apelação cível nº 1009990-72.2019.8.26.0344**. 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial. Rel. Des. Natan Zelinschi de Arruda. Julg. em 4 out. 2022.

BRASIL. Tribunal de Justiça de São Paulo. **Apelação cível nº 1040320-81.2014.8.26.0100**. 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial. Rel. Des. Alexandre Lazzarini. Julg. em 16 fev. 2022.

BRASIL. Tribunal de Justiça de São Paulo. **Apelação cível nº 262.004.1/4**. 5ª Câmara. Rel. Des. Marco Cesar. Julg. em 7 mar. 1996.

BULGARELLI, Waldírio. **Manual das sociedades anônimas**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 1993.

BULHÕES PEDREIRA, José Luiz; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. Aprovação das demonstrações financeiras, tomada de contas dos

administradores e seus efeitos. Necessidade de prévia anulação da deliberação que aprovou as contas dos administradores para a propositura de ação de responsabilidade. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (coords.). **Sociedade anônima: 30 anos da Lei 6.404/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2007. p. 43–63.

BULTEN, C. D. J.; KREILEMAN, N. De dans ontspringen door decharge? In: SOLINGE, G. van; BEKKUM, J. van; KREILEMAN, N. (eds.). **Aansprakelijkheid van bestuurders en commissarissen**. Alphen aan den Rijn: Wolters Kluwer, 2017.

CABRELLI, David; MCALPINE, Andrew. Directors' and officers' liability in the United Kingdom. In: KOZIOL, Helmut; DEAKIN, Simon; RISS, Oliver (eds.). **Directors and officers (D&O) liability**. Berlin: De Gruyter, 2012.

CAMPINHO, Sérgio. Aprovação das contas e exoneração dos administradores. In: ULHOA COELHO, Fábio (coord.). **Lei das sociedades anônimas comentada**. Rio de Janeiro: Forense, 2021.

CAMPINHO, Sérgio. **Curso de direito comercial: sociedade anônima**. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2020.

CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. Deveres e responsabilidades. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. **Direito das companhias**. 2. ed. atual. e rev. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 906–907.

CANADÁ. **Canada Business Corporations Act**. 1985.

CARVALHO DE MENDONÇA, José Xavier. **Tratado de direito comercial brasileiro**. 5. ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1954. v. 4.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas**. 5. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2011. v. 3.

CESARINO JÚNIOR, Antônio Ferreira. **O regime das sociedades anônimas no Brasil, em sua evolução histórica**. São Paulo: Saraiva & Cia., 1935.

CHILE. **Ley sobre Sociedades Anónimas (Ley nº 18.046/1981)**.

CHINA. **Company Law of the People's Republic of China**. 2023.

COLÔMBIA. **Ley nº 222 de 1995**.

COMPARATO, Fábio Konder. **Ensaios e pareceres de direito empresarial**. Rio de Janeiro: Forense, 1978.

COREIA DO SUL. **Commercial Act (**상법**)**. 1962. Tradução oficial do Korean Legislation Research Institute. Disponível em: https://elaw.klri.re.kr/eng_service/lawView.do?hseq=54525&lang=ENG. Acesso em: 28 out. 2025.

CRANSTON, Ross. **Limiting directors' liability: ratification, exemption and indemnification**. *Journal of Business Law*, 1992.

CUIPING, Li. 论董事对公司责任的免除事由. 洛阳师范学院学报, v. 27, n. 4, 2008.

CUNHA PEIXOTO, Carlos Fulgêncio da. **Sociedades por ações: comentários ao Decreto-lei n.º 2.627, de 26 de setembro de 1940, com as alterações da Lei n.º 4.728**. São Paulo: Saraiva, 1973. v. 3.

DELAWARE (ESTADOS UNIDOS). **Delaware Code Annotated, Title 8, § 102(b)(7)**.

DIDIER JR., Fredie (org.). **Processo civil empresarial e o Superior Tribunal de Justiça**. 1. ed. São Paulo: Juspodivm, 2021. v. 1.

DILLENBECK, Richard R. **The shareholder's suit in Mexican law**. *The American Journal of Comparative Law*, v. 9, n. 1, 1960.

DINAMARCA. **Selskabsloven nr. 1451**. 2021.

EIZIRIK, Nelson. **A lei das S/A comentada**. 3. ed. rev. e ampl. São Paulo: Quartier Latin, 2021. v. 2.

EIZIRIK, Nelson. **Temas de direito societário**. São Paulo: Renovar, 2005.

EMILE, James. **L'État au secours des entreprises privées défaillantes**. *Revue d'économie politique*, v. 46, n. 5, 1932.

ESPANHA. **Código de comercio**. Madrid: Imprenta Real, 1829.

ESPANHA. **Ley de Sociedades de Capital (Real Decreto Legislativo nº 1/2010)**.

ESPANHA. **Ley de Sociedades de Capital** (Real Decreto Legislativo nº 1/2010).

ESTADOS UNIDOS. **Smith v. Van Gorkom**, 488 A.2d 858 (Delaware Supreme Court, 1985).

FERREIRA, Waldemar. **Tratado de direito comercial**. São Paulo: Saraiva, 1961. v. 4.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Temas de direito societário, falimentar e teoria da empresa**. São Paulo: Malheiros, 2009.

FRANÇA. **Code civil**. 1804.

FRANÇA. **Code de commerce**. 1807.

FRANÇA. **Code de commerce**. 2000.

FRANÇA. Cour d'appel d'Orléans. **Décision du 3 janvier 1895**.

FRANÇA. Cour d'appel de Paris (1re Ch.). **Décision du 29 mai 1889**.

FRANÇA. **Décret-loi du 31 août 1937** portant modification ou complément aux dispositions relatives aux sociétés et ao direito de voto nas assembleias de acionistas. *Journal Officiel de la République Française*, 1 set. 1937.

FRANÇA. Sénat. **Compte rendu in extenso – 14e séance (session ordinaire de 1934)**. *Journal Officiel de la République Française*, 20 fev. 1934.

FRANÇA. Sénat. **Compte rendu in extenso – 39e séance (session ordinaire de 1936)**. Paris: *Journal Officiel de la République Française*, 1936.

FRANÇA. Tribunal de commerce de la Seine. **Décision du 24 août 1898**.

GOMES, Orlando. Responsabilidade dos administradores de sociedades por ações. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, v. 8, p. 11–16, out. 1972.

GORDON, Jeffrey; ROE, Mark. **Convergence and persistence in corporate governance**. Cambridge: Cambridge University Press, 2004.

GRIGOLEIT, Hans Christoph. Directors' liability and enforcement mechanisms – general structure and key issues – from the German perspective. In: FLEISCHER, Holger; KANDA, Hideki; KIM, Kon Sik; MÜLBERT, Peter (eds.). **German and Asian perspectives on company law**. Tübingen: Mohr Siebeck, 2016.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Responsabilidade dos administradores de sociedades anônimas. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, v. 42, p. 69–88, abr./jun. 1981.

HOLANDA. **Burgerlijk Wetboek – Boek 2**. 1976.

HONG KONG. **Companies Ordinance (Cap. 622)**. 2014. Disponível em: https://www.elegislation.gov.hk/hk/cap622.

HÜFFER, Uwe. **Aktiengesetz**. 9. ed. Munique: C. H. Beck, 2010.

ÍNDIA. Bombay High Court. **Govind Narayan Kakade v. Rangnath Gopal Rajopadhye**. AIR 1930 Bombay 572. Julg. em 20 nov. 1929.

ÍNDIA. **Companies Act, 2013**.

ÍNDIA. **The Companies (Amendment) Act XXII of 1936**.

ÍNDIA. **The Companies Act, 1956**.

INDONÉSIA. **Law No. 40 of 2007 on Limited Liability Companies**.

IQBAL, Muhammad. **Analisa yuridis pertanggungjawaban direksi pada pengadaan barang/jasa di PT. Bank Sumut**. *USU Law Journal*, v. 6, n. 4, 2018.

ITÁLIA. **Codice civile** (Regio Decreto 16 marzo 1942, n. 262).

JAPÃO. **Companies Act** (Act No. 86 of July 26, 2005). Tradução oficial do Japanese Law Translation. Disponível em: https://www.japaneselawtranslation.go.jp/en/laws/view/3206.

JAPÃO. 商法 **[Código Comercial]**. Lei nº 32, de 1890.

JAPÃO. 商法（明治三十二年法律第四十八号）**[Código Comercial]**. Lei nº 48, de 1899.

PORTUGAL. **Código Comercial**. 1888.

JINGJING, Liu. 论公司董事责任的免责机制. 湖南科技学院学报, v. 35, n. 4, 2014.

KOBASHI, Ichiro. わが国における会社法制の形成 **[A formação do direito societário japonês]**. Tóquio: Universidade das Nações Unidas, 1981.

KUSHERMAN, Didit. **Perlindungan hukum bagi pimpinan Bank Indonesia dalam menetapkan kebijakan penanganan krisis sistem keuangan di Indonesia**. 2018. Tese (Doutorado em Direito) – Fakultas Hukum, Universitas Brawijaya, Malang, 2018.

LAMY FILHO, Alfredo. **Temas de S.A.** Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

LE KRACH DU COMPTOIR LYON-ALEMAND : M. André Vincent est condamné à 3 ans de prison et 3.000 francs d'amende. **Le Matin**, Paris, 10 jul. 1934.

LI, Shuying. A comparison of fiduciary duties as a corporate governance mechanism in the US and China. **Academic Journal of Business & Management**, v. 4, n. 13, 2019.

LUBIS, Tri Murti; SIRAIT, Ningrum Natasya; SITOMPUL, Zulkarnian; SIREGAR, Mahmul. **Director's accountability for the company's sales results and commissioner's actions in asset recovery**. *KnE Social Sciences*, 4th International Conference on Law Reform, 2024.

LUCENA, José Waldecy. **Das sociedades anônimas: comentários à lei**. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. v. 2.

MAHKAMAH AGUNG REPUBLIK INDONESIA. **Putusan No. 352 PK/Pdt/2009**. Jakarta: Mahkamah Agung RI, 2009.

MALÁSIA. **Companies Act 2016 (Act 777)**. Disponível em: https://www.ssm.com.my/Pages/Legal_Framework/Companies%20-Act%20-1965-(Repealed)/aktabi_20160915_companiesact2016act777_0.pdf.

MARTINS, Fran. **Comentários à lei das sociedades anônimas**. 2. ed. rev. Rio de Janeiro: Forense, 1984. v. 2, t. I.

MÉXICO. **Ley General de Sociedades Mercantiles**. 1934.

MICHOT, J. **Code annoté des sociétés commerciales anonymes**. Paris: Marchal, Billard et Cie, 1884.

MILHAUPT, Curtis; WEST, Mark. **Economic organizations and corporate governance in Japan: the impact of formal and informal rules**. Oxford: Oxford University Press, 2003.

MOREAU, A. **Ce que doit savoir tout administrateur de société anonyme**. Paris: Journal des notaires et des avocats, 1936.

OECD. **Private enforcement of shareholder rights: a comparison of selected jurisdictions and policy alternatives for Brazil**. Paris: OECD Publishing, 2020.

ORANTES, Eduardo Morales. Corporate governance in Mexico: regulatory and institutional perspectives. In: NGWU, Franklin; OSUJI, Onyeka; STEPHEN, Frank (coords.). **Corporate governance in developing and emerging markets**. Londres: Routledge, 2016.

PAÍSES BAIXOS. **Bijvoegsel tot de Nederlandsche Staatscourant**. Dinsdag 5 juli 1910, n. 154.

PAÍSES BAIXOS. Tweede Kamer der Staten-Generaal. **Wijziging van boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met kwijting aan bestuurders en commissarissen**. Vergaderjaar 2000–2001, 27 483, n. 3. Haia, 2000.

PAÍSES BAIXOS. **Wet van 4 oktober 2001 tot wijziging van boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met kwijting aan bestuurders en commissarissen**. Staatsblad 2001, n. 467.

PAQUISTÃO. **The Companies Act (Act No. XIX of 2017)**.

PAYNE, Jennifer. **A re-examination of ratification**. *Cambridge Law Journal*, v. 58, n. 3, 1999.

PERU. **Ley General de Sociedades (Ley nº 26.887)**. 2021.

PORTUGAL GÔUVEA, Carlos. **A estrutura da governança corporativa**. São Paulo: Quartier Latin, 2022.

PORTUGAL. **Código das Sociedades Comerciais** (Decreto-Lei nº 262/86).

QIONG, Fu. 公司利益范式下的董事义务改革. 中国法学, n. 6, 2022.

RAMADHAN, Mochamad Fajar. **Kepastian hukum pembebasan tanggung jawab direksi (volledig acquit et de charge) terhadap jalannya perseroan berdasarkan Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas**. 2019. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universitas Pasundan, Bandung, 2019.

REINO UNIDO. **Companies Act 1948**.

REINO UNIDO. **Companies Act 1985**.

REINO UNIDO. **Companies Act 2006**.

REINO UNIDO. Company Law Amendment Committee. **Report presented to Parliament by command of His Majesty (1925–1926)**. Londres, 1926.

REINO UNIDO. **Re City Equitable Fire Insurance Co** [1925] Ch 407.

REPÚBLICA DA INDONÉSIA. **Penjelasan atas Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 19 Tahun 2003 tentang Badan Usaha Milik Negara**. Jacarta, 2003. Disponível em: https://jdih.kemenkeu.go.id/api/download/FullText/2003/19TAHUN2003UUPenj.htm. Acesso em: 28 out. 2025.

REPÚBLICA DA INDONÉSIA. **Undang-undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas**.

RIYANTO, Oleh Agus. **'Acquit et de charge' direksi**. Binus University Business Law, jan. 2017. Disponível em: https://business-law.binus.ac.id/2017/01/21/acquit-et-de-charge-direksi/. Acesso em: 28 out. 2025.

RODRIGUES, Ana Carolina. **A responsabilidade civil dos administradores**. 2013. Dissertação (Mestrado em Direito) – Escola de Direito de São Paulo, Fundação Getulio Vargas, São Paulo.

ROE, Mark J. **Delaware's competition**. *Harvard Law Review*, v. 117, n. 2, 2003.

ROMANO, Roberta. **Corporate governance in the aftermath of the insurance crisis**. *Emory Law Journal*, v. 39, n. 4, 1990.

ROMÊNIA. **Legea nr. 31/1990**.

RÖSING, Wolfgang. **Die Entlastung im Stiftungsrecht**. Hamburgo: Bucerius Law School Press, 2013.

ROSMAN, Luiz Alberto Colonna; BULHÕES-ARIEIRA, Bernardo Alvarenga de. Prazos prescricionais em espécie. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. **Direito das companhias**. 2. ed. atual. e rev. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

ROSSETTI, Anna Carla Marujo. **O § 3º do art. 134 da Lei das Sociedades por Ações: seu reflexo na propositura da ação de responsabilidade civil em face dos administradores de sociedade anônima**. 2018. Tese (LL.M.) – Insper – Instituto de Pesquisa e Ensino, São Paulo.

RÚSSIA. **Federal Law No. 208-FZ of December 26, 1995 on Joint-Stock Companies**.

SALWIN, Lester. **The new commercial code of Japan: symbol of gradual progress toward democratic goals**. *Georgetown Law Journal*, v. 50, n. 3, 1962.

SANO, Tomoya. 法典調査会原案 **[Rascunho original do Comitê de Pesquisa do Código Comercial de 1899]**. Disponível em: https://law-platform.jp/hist/132048d/132048/AQDBAQEB. Acesso em: 28 out. 2025.

SAUL, Samir. **Review of Hubert Bonin, *La Banque nationale de crédit: histoire de la quatrième banque de dépôts française en 1913-1932***. *H-France Review*, v. 7, n. 68, 2007.

SEKI, Takaka; CLARKE, Thomas. **The evolution of corporate governance in Japan: the continuing relevance of Berle and Means**. *Seattle University Law Review*, v. 37, 2014.

SETHE, Rolf. Die aktienrechtliche Zulässigkeit der sogenannten „Teilentlastung". **Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (ZIP)**, v. 17, n. 31, 1996.

SHISHIDO, Zenichi. Reform in Japanese corporate law and corporate governance: current changes in historical perspective. **The American Journal of Comparative Law**, v. 49, n. 4, 2001.

SUDIRMAN, Lu. **Application of acquit et de charge in removal of the board of directors of a limited company**. *Widya Yuridika: Jurnal Hukum*, v. 6, n. 1, 2023.

SUÉCIA. **Aktiebolagslag (2005:551)**.

SUÍÇA. **Code civil suisse**. 1911.

SUÍÇA. **Code fédéral des obligations**. 14 jun. 1881.

TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. **Das sociedades anônimas no direito brasileiro**. São Paulo: Bushatsky, 1979.

UNANYANTS-JACKSON, Eugenia. **Directors' liability discharge proposals: the implications for shareholders**. Manifest, 2008. Disponível em: https://ssrn.com/abstract=1156817.

VALVERDE, Trajano de Miranda. **Sociedade por ações**. 2. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Revista Forense, 1953. v. 2.

VALVERDE, Trajano de Miranda. **Sociedades por ações**. 3. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Revista Forense, 1959. v. 3.

VEASEY, E. Norman; FINKELSTEIN, J. A.; BIGLER, C. Stephen. **Delaware supports directors with three-legged stool of limited liability, indemnification, and insurance**. *The Business Lawyer*, v. 42, n. 2, 1986.

VIO, Daniel de Avila; SASSERON, Adriano Helena. Contas, quitus e responsabilidade dos administradores. In: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coords.). **Processo societário**. São Paulo: Quartier Latin, 2021. v. 4, p. 189–230.

WAGNER, G.; KLEIN, F. Directors' and officers' liability. In: DEAKIN, Simon et al. **Directors and officers (D&O) liability**. Berlim: Walter de Gruyter GmbH, 2018.

WOOLDRIDGE, Frank. Liability of members of German Vorstand (executive board). **Amicus Curiae**, Issue 10, 1998.

WORLD BANK GROUP. **World Bank Open Data: GDP (current US$)**. Washington, DC: World Bank, 2023. Disponível em: https://data.worldbank.org/.

XAVIER, Alberto. **Administradores de sociedades**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1979.

ZIE COMMISSIE CORPORATE GOVERNANCE. **Corporate governance in Nederland: de veertig aanbevelingen**. Amsterdam, 1997.

大島 一輝 [OSHIMA, Kazuki]. 会計不正と会社法 **[Fraudes contábeis e o direito societário]**. 2021. Tese (Doutorado) – Universidade de Keio, Japão.

A TEORIA DO CONTRATO INCOMPLETO: ANÁLISE DE CLÁUSULAS SELECIONADAS

THE INCOMPLETE CONTRACTS THEORY: ANALYSIS OF SELECTED CLAUSES

Carlos Alberto Marion (Fundação Getúlio Vargas)[266]

Resumo: Este artigo analisa, sob a perspectiva da Teoria dos Contratos Incompletos (*Incomplete Contracts Theory – ICT*), disposições específicas de um contrato de compra e venda de ações entre empresas do setor de varejo com atuação física e digital. O objetivo é identificar indícios de incompletude contratual deliberada como estratégia racional para redução dos custos de transação e alocação eficiente de riscos entre as partes. A análise é fundamentada em documentos públicos e cláusulas contratuais selecionadas. A investigação apresenta a teoria com base nas visões do Direito tradicional e da Economia, que compreende o instituto de forma mais ampla, como uma técnica deliberada para buscar a maior eficiência. Nesse contexto, examina-se ainda a contribuição da Lei da Liberdade Econômica na interpretação de cláusulas contratuais lacunosas, sobretudo com a introdução do art. 113, §1º, V, no Código Civil. O estudo conclui que a ICT oferece uma abordagem teórica relevante para o exame da eficiência contratual, especialmente em operações complexas de longo prazo, ainda que sua aplicação na doutrina nacional permaneça incipiente e voltada ao modelo tradicional.

Palavras-chave: Contratos Incompletos; custos transação; alocação de riscos.

Abstract: This article analyzes, through the lens of Incomplete Contracts Theory (ICT), specific provisions of a share purchase agreement between retail sector companies operating both physical

266 Mestrando em Direito da FGV SP. Atua mercado financeiro com experiência em operações estruturadas e de mercado de capitais.

stores and digital platforms. The objective is to identify indications of deliberate contractual incompleteness as a rational strategy for reducing transaction costs and efficiently allocating risks between the parties. The analysis is based on public documents and selected contractual clauses. The theoretical framework contrasts traditional legal perspectives with the economic approach, which views contractual incompleteness more broadly - as a deliberate technique aimed at maximizing efficiency. Within this context, the article also examines the contribution of Brazil's Economic Freedom Law to the interpretation of incomplete contractual terms, especially following the introduction of Article 113, paragraph 1, item V of the Civil Code. The study concludes that ICT provides a relevant theoretical foundation for evaluating contractual efficiency, particularly in complex long-term transactions, although its application within Brazilian legal scholarship remains limited and predominantly aligned with traditional legal models.

Keywords: Incomplete Contracts; Transaction Costs; Risk Allocation.

Sumário: 1. Introdução. **2.** O contrato incompleto na visão do *Law and Economics*. **3.** A autonomia privada e lacunas contratuais no Código Civil. **4.** Cláusulas selecionadas do negócio – avaliação dos elementos incompletude contratual. 4.1. Cláusula com apuração por terceiros. 4.2. Cláusulas com alocação de risco controversa ou não atribuída. **5.** Conclusão.

1. INTRODUÇÃO

O presente trabalho visa avaliar, sob a ótica da Teoria dos Contratos Incompletos (*Incomplete Contracts Theory – ICT)*, cláusulas selecionadas de um contrato de compra e venda de ações, envolvendo duas empresas do segmento de varejo, com atuação em lojas físicas e *e-commerce*. O objetivo específico é identificar a existência de

elementos da teoria no conteúdo das cláusulas e possíveis implicações do uso do modelo.

Para preservar os dados sensíveis do negócio, iremos omitir referências que possam identificar as partes. O autor do artigo não tem relação pessoal com os contratantes e não participou de forma direta ou indireta das tratativas ou no negócio entabulado, portanto não dispõe de conhecimento sobre os detalhes que resultaram no instrumento contratual assinado.

Diante destas premissas, realizaremos inferências e deduções sobre os termos do contrato, sem conhecimento da real intenção das partes. Faremos nos momentos oportunos as ressalvas necessárias, não sendo objeto deste trabalho avaliar o mérito do negócio e nem os detalhes das disputas existentes entre empresa compradora e vendedora, tanto na esfera arbitral quanto judicial.

Utilizamos documentos disponíveis no site de relações com investidores da compradora (empresa com capital aberto), notícias vinculadas na mídia e documentos obtidos na rede mundial de computadores, e com base nestes elementos, selecionamos recortes do instrumento contratual para exemplificar e dar contornos práticos aos enunciados da ICT.

A transação realizada, que originou o contrato, segundo fato relevante da empresa compradora, iria proporcionar diversas sinergias comerciais e financeiras entre as empresas. O valor do negócio envolvia um pagamento inicial em dinheiro (aproximadamente 30% do total), uma operação de incorporação da vendedora pela compradora (com recebimento de ações da compradora) e, uma parcela via *earn-out* (recebimento de bônus de subscrição se cumpridas determinadas metas).

A parte mais significativa do pagamento envolveu, portanto, a entrega de ações aos vendedores, sendo 60% das ações no ato do fechamento, e 40% das ações mediante cumprimento de metas. Conforme termos do contrato, o valor considerado por cada ação, na data de fechamento do acordo foi de R$20,00.

Na mesma data do anúncio da transação de compra e venda, a empresa compradora realizou uma operação de *follow-on,* precificando a ação em R$22,75. Já na data do *closing* da aquisição, em novembro do mesmo ano, a ação estava cotada em bolsa a R$7,99, reduzindo o valor de mercado das ações a serem recebidas pelos vendedores em 65%.

Diante deste contexto, primeiramente, destacaremos elementos sobre a Teoria dos Contratos Incompletos, e a partir de algumas cláusulas contratuais utilizadas no negócio específico pelas partes, identificar a existência de traços do instituto e as implicações da decisão tomada pelas partes.

Apesar de alguns trabalhos recentes sobre contratos incompletos no Brasil, ainda dispensamos pouca atenção a este tema, originário do *common law*. Isto é natural, pois transposições teóricas e jurídicas levam algum tempo para serem integradas e aceitas por ordenamentos que não são os originários.

2. O CONTRATO INCOMPLETO[267] NA VISÃO DO LAW AND ECONOMICS

De forma introdutória, ao falarmos de contratos incompletos neste trabalho, iremos considerar aqueles que representam um negócio jurídico válido[268], portanto, a incompletude não se confunde com os vícios de nulidade ou anulabilidade dos contratos, que possuem outra disciplina jurídica.

Como registro, a deliberação das partes e sua intenção em deixar "espaços em branco" no contrato não podem ser confundidas com

267 Para maior aprofundamento sobre classificação doutrinária, modalidades e formas do contrato incompleto, indicamos consulta às referências citadas neste trabalho, em especial as obras de Fici (2005) e Caminha e Lima (2024).

268 Brasil. **Código Civil de 2002**. *"Art. 104. A validade do negócio jurídico requer: I - agente capaz; II - objeto lícito, possível, determinado ou determinável; III - forma prescrita ou não defesa em lei."*

as teorias de onerosidade excessiva[269] ou abuso de direito[270], as quais possuem requisitos e tratamento legal diverso, não sendo também objeto deste artigo.

Em nossa história jurídica são recentes os debates em torno do *Law and Economics*. As discussões sobre as fronteiras entre Direito e Economia, assim como Direito e outras ciências, têm ganhado corpo, refletindo em novas abordagens sobre as consequências práticas das leis em abstrato.

O Direito e a Economia possuem visões distintas sobre a função dos contratos incompletos. O Direito, associada a incompletude com a ideia de insuficiência de tratamento pelas partes, não descrevendo adequadamente os termos e condições dos negócios. A visão econômica, reconhece outra forma de incompletude, além do Direito, tratada como *deliberada* e decorrente da vontade das partes (Caminha; Lima, 2014, p. 169).

Sob o aspecto da teoria dos Custos de Transação, os contratos são necessariamente incompletos, devido ser impossível prever economicamente *ex ante* todas as contingências e alocar todos os riscos entre os contratantes. Esta teoria investiga algumas características das transações e as consequências advindas, avaliando a racionalidade limitada que conduz à incerteza, o oportunismo, a frequência das transações e a especificidade de ativos (Cavalli, 2013, p. 181).

Em relação a AED, o direito contratual tem como função primordial impedir comportamentos oportunísticos das partes, estimular o desenvolvimento da atividade econômica e reduzir os custos de medidas auto protetivas entre os contratantes (Bandeira, 2014, p. 37).

269 Brasil. **Código Civil.** *"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."*

270 Brasil. **Código Civil**. *"Art. 187. Também comete ato ilícito o titular de um direito que, ao exercê-lo, excede manifestamente os limites impostos pelo seu fim econômico ou social, pela boa-fé ou pelos bons costumes."*

Segundo Fici (2005, p. 11)[271], o contrato *deliberadamente incompleto* é "aquele cujo conteúdo apresenta uma lacuna, porque as partes atribuíram a um terceiro, a uma delas ou ao seu acordo a posterior determinação do elemento faltante."

Em uma relação contratual duradoura e com execução continuada ou diferida, as partes ao escolherem uma *gestão negativa* dos riscos econômicos, optam pela incompletude deliberada (ou seja, de forma consciente). Dessa forma, as partes decidem postergar a decisão sobre alocação dos riscos *ex ante* para momento futuro, a partir de uma lacuna estabelecida originariamente (Bandeira, 2014, p. 57).

Os cenários envolvidos nesta decisão e dentro do contexto das negociações podem envolver:

a) As partes não conseguem chegar a um acordo específico sob a alocação dos riscos;

b) Alguns aspectos mercadológicos e/ou fatores econômicos envolvidos não são conhecidos por uma das partes, ou por ambas ou não existem elementos suficientes para determinar todos os impactos no contrato (assimetria informações e racionalidade limitada);

c) As partes optam deliberadamente por não definir a alocação do risco *ex ante*.

Então, por que as partes deixariam deliberadamente incompleto o contrato? Desde os anos 1980, a partir de estudos norte-americanos, economistas e adeptos do *Law and Economics* analisam o contrato sob o aspecto da alocação de riscos.

A avaliação dos riscos e perdas prováveis, em comparação com os custos de transação, são o centro da questão para a decisão das partes por um contrato incompleto:

271 Agradecemos o autor que disponibilizou gentilmente a íntegra da obra para a elaboração deste trabalho. Tradução nossa.

> 'Riscos *ex ante*' referem-se aos riscos de perdas futuras enfrentados pelas partes quando negociam um contrato. 'Perdas *ex post'* referem-se a perdas que realmente se materializam após a elaboração do contrato. Em geral, as partes de um contrato devem escolher entre alocar riscos *ex ante* e alocar perdas *ex post*. As partes esperam economizar custos de transação ao deixar lacunas nos contratos sempre que o custo real de negociar termos explícitos ultrapassa o custo esperado de preencher uma lacuna. O custo esperado de preencher uma lacuna no contrato é igual à probabilidade de que a perda se materialize multiplicada pelo custo subsequente de alocá-la. (Cooter; Ulen, 2016, p. 293, tradução nossa).

Ao contrário da nossa tradição romano-germânica, onde a lei define disposições e modelos contratuais[272], no *common law* não encontramos formas determinadas para cláusulas e disposições gerais aplicáveis aos contratos. Dessa forma, incumbe aos contratantes estipular de forma detalhada o acordo de vontades, resultando em instrumentos extensos e minuciosos. Também inexiste no sistema do *common law* um dever genérico de agir segundo a boa-fé, decorrência da dificuldade de aplicar conceitos abstratos neste sistema (Grezzana, 2019, p. 26-27).

Portanto esta característica marcante do *common law* cria incentivos para que as partes avaliem em cada caso a pertinência de exaurir a disciplina do instrumento contratual, ou deliberadamente deixar campos para posterior complementação.

Mas não só os custos de transação podem explicar a decisão das partes. Ayres e Gertner (1989, p. 94) indicam que a incompletude pode decorrer de comportamento estratégico por partes relativamente informadas (*strategic behavior by relatively informed parties*), citando como exemplo, o comportamento oportunista individual de "reter

272 Sem perder de vista a possibilidade de contratos atípicos, conforme dispõe nosso Código Civil no Artigo 425: *"É lícito às partes estipular contratos atípicos, observadas as normas gerais fixadas neste Código."*

informações que aumentariam os ganhos totais do contrato (o 'tamanho do bolo') para aumentar sua parte privada dos ganhos do contrato (sua 'parte do bolo')".

Ao decidir pela gestão negativa da área do contrato, devemos ter em mente que, no momento da execução do contrato, a boa-fé e colaboração entre as partes será primordial. Neste momento poderão também surgir comportamentos oportunistas, eis que "à míngua de regulamento abrangente para todos os riscos contratuais, as partes confiam na cooperação mútua para o alcance do escopo comum pretendido com o contrato incompleto" (Bandeira, 2014, p. 175)

Uma das principais preocupações da teoria dos contratos incompletos é a capacidade das partes renegociarem os termos do acordo. Dessa forma, a principal contribuição do *Law and Economic* para a disciplina dos contratos é a criação de uma terceira opção para os contratantes, além do cumprimento das obrigações ou sua violação, que é a renegociação. Mas a renegociação possui seus desafios, entre eles, prever ou restringir o processo futuro de revisão dos termos do acordo, de modo a propiciar eficiência econômica tanto *ex ante* quanto *ex post*, sob pena de esvaziamento da utilidade do mecanismo da incompletude. (SCOTT; TRIANTIS, 2005, p. 192).

Como alerta Cavalli (2013, p. 187), o comportamento oportunista é potencializado na relação contratual quanto menor o valor de uso alternativo de um ativo (*hold-up*), ocasionando comportamento de uma das partes em se apropriar da *quase renda* (diferença entre o valor do ativo na sua alocação atual e o valor que ele obteria em uma alocação alternativa).

Além das consequências *ex post*, a expectativa do comportamento oportunista pode ocasionar sub investimentos no contrato. Conforme o modelo econômico de Aghion, Dewatripont e Rey, citado em Silva (2024, p. 80), ao invés de focar na alocação dos direitos residuais de propriedade ou decisão, uma solução para este problema é estabelecer no *renegotiation design* mecanismos restritivos, visando o primeiro melhor resultado, mediante "(a) inclusão de cláusulas de desempenho

específico e (b) penalidades por atraso, incluindo reservas financeiras reembolsáveis sem juros".

O comportamento estratégico em selecionar o modelo do contrato incompleto não representa solução única para disciplinar a alocação de riscos contratuais, possuindo benefícios e custos como em outras teorias. Esta solução deve ser comparada com outras, e se mais benéfica as partes podem por ela optar (Fici, 2005, p. 121).

A frequência das transações entre as partes, quando existe uma habitualidade, é um fator que contribui para a maior confiança e incentiva comportamentos colaborativos. Porém as circunstâncias da execução do contrato somente serão conhecidas no futuro, dentro de uma realidade adversa do momento *ex ante*, quando o *design contratual* escolhido será fundamental para evitar conflitos e litígios longos e onerosos.

3. A AUTONOMIA PRIVADA E LACUNAS CONTRATUAIS NO CÓDIGO CIVIL

O Código Civil de 2002 não possui dispositivos sobre lacunas contratuais ou incompletude do contrato, apenas apresenta regras sobre interpretação dos negócios jurídicos, como exemplo, os artigos 112, 113, 114 e 423. A Lei nº 13.874, conhecida como Lei da Liberdade Econômica (LLE), alterou o Código Civil e criou disposições sobre a interpretação dos negócios jurídicos, temas que iremos explorar a seguir quanto ao impacto na disposição das partes por um contrato incompleto.

A ICT enfrenta o denominado paradigma da incompletude, baseado em dois limites. O primeiro, relativo à incapacidade humana de antecipar e especificar o futuro. E o segundo, pela oferta de regras para lidar com contingências imprevistas e não especificadas (Salama; Silva Filho, 2013).

Como veremos, as disposições sobre interpretação dos negócios jurídicos no Código Civil, em especial com as alterações da LLE, constituem-se conceitos abertos e refletem preocupações econômicas

liberalistas em relação aos contratos. As modificações introduzidas foram justificadas como uma reação ao dirigismo contratual, dominante no Direito brasileiro desde o século passado, porém a modificação legislativa enfrenta dificuldades técnicas para sua aplicação efetiva.

A Lei da Liberdade Econômica, como um todo, enfrenta diversas críticas, as quais englobam redação ambígua, deficiências científicas, uso de expressões estrangeiras não adaptadas à realidade nacional entre outros problemas de coerência sistêmica (Martins-Costa; Nitschke, 2022, p. 35).

Feita esta ressalva, seguimos para o artigo 112 do Código Civil, que determina que "Nas declarações de vontade se atenderá mais à intenção nelas consubstanciada do que ao sentido literal da linguagem". Conforme detalhada exposição sobre integração de lacunas contratuais realizada por Nitschke (2019, p. 390 a 453), não se trata de buscar a intenção íntima das partes, mas determinar a intenção constante da declaração formalizada, portanto com conteúdo *normativo* e não subjetivo.

Outro excerto importante é o inciso V, do §1º, do Artigo 113, incluído no Código Civil pela Lei da Liberdade Econômica, dispondo: "[...] § 1º A interpretação do negócio jurídico deve lhe atribuir o sentido que: [...] V - corresponder a qual seria a razoável negociação das partes sobre a questão discutida, inferida das demais disposições do negócio e da racionalidade econômica das partes, consideradas as informações disponíveis no momento de sua celebração (Incluído pela Lei nº 13.874, de 2019)".

Estas duas disposições reforçam a força do acordo como representante da intenção comum das partes. Sobre o que já falamos sobre a teoria dos contratos incompletos, a atitude intencional de não dispor no instrumento todas as condições, decorrente dos elevados custos de transação ou por atuação estratégica, é reconhecida como fruto da intenção volitiva.

A regra de interpretação inclusa no Código Civil pela LLE, abrange tanto a incompletude deliberada quanto a lacuna típica não

deliberada, conforme dissertação de Rodrigo Pinati da Silva (2024, p. 48):

> O inciso V do § 1º do artigo 113 do Código Civil, introduzido pela Lei da Liberdade Econômica (Lei nº 13.874/2019), *trata do sentido incompleto da declaração comercial*. A declaração das partes pode não ser clara ou precisa para demonstrar o que pretendiam expressar, e o contexto verbal ou situacional pode não ser capaz de eliminar a imprecisão da linguagem ou suficiente para integrar o conteúdo estipulado pelas partes para atingir o objetivo do contrato. *Portanto, as deficiências de ambiguidade, contradição, obscuridade e incompletude se enquadram nessa definição*. Literalmente, a interpretação do negócio jurídico deve 'atribuir" (=extrair) a ele o sentido que "corresponde ao que seria a negociação razoável das partes sobre a matéria discutida, inferida das demais disposições do negócio e da racionalidade econômica das partes, levando em consideração as informações disponíveis no momento de sua celebração'. Trata-se de uma inovação na tradição jurídica contratual, que exige uma qualificação estrutural e funcional da 'racionalidade econômica das partes', hoje categoria jurídica formal do direito privado e vetor de interpretação dos contratos. (Grifos nossos)

Mas além de não dispor sobre todas as condições, as partes também podem estabelecer regras de interpretação *ex ante*, visando endereçar o comportamento dos contratantes no momento da execução do contrato ou até mesmo em procedimentos arbitrais ou judiciais, como consta no §2º do Artigo 113[273].

273 BRASIL. **Código Civil**. *"Art. 113. [...] § 2º As partes poderão livremente pactuar regras de interpretação, de preenchimento de lacunas e de integração dos negócios jurídicos diversas daquelas previstas em lei. (Incluído pela Lei nº 13.874, de 2019)"*.

Um dos riscos da incompletude contratual reside em subestimar os custos *ex post* de um procedimento arbitral ou judicial e, com isso, acarretar a inutilidade da decisão tomada.

Este subestimativa pode estar aliada ao otimismo excessivo dos contratantes, "por representarem conjuntamente ser menor a probabilidade de prejuízo associado ao risco tomado segundo referência irreal, subvalorizando o contrato como medida de controle" (Silva, 2024, p. 83). Mesmo neste caso, na visão da racionalidade econômica do contrato, estamos tratando de incompletude deliberada, e não omissão ou outro vício cognitivo.

O principal meio para a interpretação contratual é a ação colaborativa dos contratantes. Esta ação compreende tanto a interpretação conjunta dos termos do negócio e em decorrência a execução voluntária da obrigação, quanto a renegociação dos termos acordados.

Caso esta fonte prioritária não atinja seu objetivo, o contrato pode estabelecer mecanismos de resolução, como submissão à arbitragem. Após esta fase, caso infrutífera a autogestão entre as partes, resta a submissão do caso ao judiciário.

Também já mencionamos anteriormente, a utilização da incompletude contratual como técnica, pressupõe uma cooperação maior entre os contratantes, principalmente no momento da deliberação sobre o cumprimento do ponto negocial lacunoso.

A judicialização do caso não pode ser tratada como uma frustração absoluta ou inutilidade da escolha pelas partes do modelo aberto do ICT. Na negociação, os custos da judicialização podem ter sido considerados, e, assumidos pelos contratantes, como menor do que o custo de prever em contrato todos os detalhes do negócio. O senso comum nos induz a uma conclusão contrária, mas apenas no caso concreto poderemos avaliar se realmente o custo da judicialização em comparação à incompletude contratual seria menos vantajoso, e com isso, assumido pelas partes *ex ante*.

Nas disputas judiciais, são dominantes *questões de fato* (ocorrência ou não do fato, seu significado e sua relevância jurídica), e não *questões*

de direito. Dessa forma, "disputas sobre (i) questões de direito (ii) envolvendo dúvidas de interpretação que (iii) estejam especificamente relacionadas com o conceito de autonomia privada são incomuns" (Silva Filho, 2020, p. 179).

Partindo deste ponto, também importante rememorar que a Lei da Liberdade Econômica, ao usar de pouca precisão técnica, deixou margem para ampliar ainda mais a intervenção estatal dirigida, criando terreno fértil para aumentar, ao invés de reduzir, demandas judiciais sobre pontos de integração contratual, como exposto por Nitschke (2022, p. 287).

Em relação ao inciso V do §1º, o legislador criou uma compilação de enunciados e hipóteses, misturando termos como "razoáveis negociações", "demais disposições", "racionalidade econômica das partes" e "informações disponíveis no momento de sua celebração".

Além do grande esforço interpretativo para preservar alguma finalidade neste inciso, ele cria "porta escancarada ao arbítrio aplicativo, ao juízo de equidade mascarado pelo verniz de critérios supostamente objetivos: qualquer indicador poderá servir para que o intérprete sustente ter encontrado a 'razoável negociação' dos contratantes" (Nitschke, 2022, p. 407)

Portanto, em nossa opinião, a Lei da Liberdade Econômica introduz regras de interpretação de negócios jurídicos com termos desnecessários e redundantes. A mudança legislativa não contribui para melhorar o ambiente de segurança jurídica e observância dos preceitos da autonomia privada, com possível impacto na utilização da técnica de incompletude contratual.

A par desta constatação, os litígios sobre cláusulas contratuais tornam-se propícios a longas discussões judiciais, elevando custos de transação difíceis de serem previstos, fator que deve ser levado em conta pelas partes ao estipular contratos incompletos deliberadamente.

4. CLÁUSULAS SELECIONADAS DO NEGÓCIO – AVALIAÇÃO DOS ELEMENTOS INCOMPLETUDE CONTRATUAL

Conforme histórico encontrado em fontes públicas e notícias jornalísticas, a compradora e a vendedora foram assessoradas por instituições financeiras e escritórios de advocacia com experiência em operações de fusões e aquisições, portanto presumível a paridade e simetria de posições[274].

Como já mencionamos, a visão de incompletude de um contrato é diferente para advogados e economistas. Para um advogado, "um contrato pode estar incompleto ao falhar em descrever as obrigações das partes em cada possível estado do mundo", já para um economista, "um contrato é incompleto se não prevê o conjunto eficiente de obrigações em cada estado possível do mundo" (Scott; Triantis, 2005, p. 190).

A análise que faremos, irá considerar a visão do *Law and Economics*, avaliando, portanto, as condições entabuladas sob aspecto de eficiência econômica e possíveis alternativas que foram visualizadas pelas partes no caso.

Em contexto amplo, o contrato analisado possui diversas cláusulas de estilo comuns a instrumentos envolvendo fusões e aquisições, incluindo capítulo introdutório sobre definições de termos e interpretação, declarações e garantias, acordo integral e resolução de conflitos[275].

Para contextualizar o leitor, a data do anúncio da transação foi julho 2021 e do fechamento em dezembro do mesmo ano, portanto,

274 O contexto assinalado reforma a presunção estabelecida pelo Código Civil: *"Art. 421-A. Os contratos civis e empresariais presumem-se paritários e simétricos até a presença de elementos concretos que justifiquem o afastamento dessa presunção, ressalvados os regimes jurídicos previstos em leis especiais. (Incluído pela Lei nº 13.874, de 2019)."*

275 "*Sem prejuízo de todas as medidas executivas previstas neste Contrato, os signatários do presente desde já concordam que todo e qualquer litígio ou controvérsia originário ou decorrente do presente Contrato e seus Anexos, inclusive aqueles relativos à sua existência, validade, eficácia, cumprimento, interpretação ou rescisão e suas consequências ("Disputa"), será definitivamente decidido por arbitragem, nos termos da Lei nº 9.307/96 (conforme alterada), e de acordo com as disposições a seguir.*"

6 meses separam as duas datas. Neste período o contexto econômico enfrentou um aumento da taxa Selic, gerando pressão sobre o resultado das empresas varejistas e de *e-commerce* e revisões constantes das expectativas de crescimento pós-pandemia, o que afetou o *valuation* de várias companhias, inclusive da empresa compradora.

4.1. CLÁUSULA COM APURAÇÃO POR TERCEIROS

Duas cláusulas merecem destaque, relativas ao ajuste do preço de aquisição entre a data da assinatura e do fechamento final através da ação complementar de terceiros, termos comuns em contratos de aquisição de empresas, representadas pela apuração do inventário de estoques e o caixa líquido ajustado.

> 4 Preço e pagamento
> 4.1 Preço de Aquisição. Em contraprestação à Aquisição, a Compradora pagará aos Vendedores os valores previstos na Cláusula 4.1.2, na proporção de 50% (cinquenta por cento) para cada um deles, sujeito aos termos e condições deste Contrato e aos ajustes constantes respectivamente das Cláusulas 4.1.6 e 4.2 abaixo ("Preço de Aquisição").
> 4.1.1 Premissas do Preço de Aquisição. É premissa do Preço de Aquisição que na Data de Fechamento a Companhia tenha Caixa Líquido Ajustado no mínimo igual a R$ 48.000.000,00 (quarenta e oito milhões de Reais). Desta forma, o ajuste subsequente constante da Cláusula 4.2 abaixo tem como escopo ajustar o Preço de Aquisição a tal premissa. Tal ajuste do Preço de Aquisição será feito na Parcela à Vista.
> 4.1.6 Caso o valor apresentado na Apuração do Inventário contida no Relatório Final Apuração do Inventário seja inferior aos valores indicados nos controles internos da Companhia em mais de R$ 5.000.000,00 (cinco milhões de Reais), a diferença

excedente aos R$ 5.000.000,00 (cinco milhões de Reais) será descontada da Parcela à Vista.

4.2 A juste Subsequente do Preço de Aquisição

4.2.1 Demonstrações Financeiras do Fechamento:

[...]

(ii) Os Vendedores poderão se opor às Demonstrações Financeiras do Fechamento, por meio de notificação escrita enviada à Compradora no prazo de 15 (quinze) Dias Úteis após o recebimento das Demonstrações Financeiras do Fechamento ("Notificação de Objeção"). A Notificação de Objeção deverá especificar: (a) os itens em disputa; (b) as razões para a objeção; e, na medida do possível, (c) o efeito que os Vendedores acreditam que os itens em disputa das Demonstrações Financeiras do Fechamento tenham no Ajuste Subsequente da Parcela à Vista. Apenas os valores especificados na Notificação de Objeção deverão ser tratados como itens/valores em disputa ("Itens em Disputa") e nenhuma alteração poderá ser feita por qualquer das Partes ou pelo Auditor Independente nomeado para quaisquer itens ou valores que não sejam Itens em Disputa, desde que tal item não tenha que ser alterado devido a eventual ajuste ou erro encontrado pelo Auditor Independente derivado única e exclusivamente dos Itens em Disputa.

[...] (iv) Caso os Vendedores apresentem a Notificação de Objeção nos termos da Cláusula 4.2.1(ii), a Compradora e os Vendedores deverão se reunir imediatamente para tentar solucionar a disputa de boa-fé. Caso as Partes cheguem a um acordo sobre os Itens em Disputa dentro de 15 (quinze) Dias Úteis contados da Notificação de Objeção (ou em um período mais longo acordado entre as Partes por escrito), então as Demonstrações Financeiras do Fechamento, caso necessário, serão alteradas para refletir tal acordo e constituirão as Demonstrações Financeiras do Fechamento finais, acordadas e vinculantes. Caso as Partes não cheguem a um acordo sobre os Itens

> em Disputa dentro do prazo de 15 (quinze) Dias Úteis contados da Notificação de Objeção (ou em um período mais longo acordado entre as Partes por escrito), as Partes deverão encaminhar a disputa ao Auditor Independente
> (v) O Auditor Independente deverá:
> Atuar como especialista, sendo certo que sua decisão será considerada final, irrecorrível e vinculante para as Partes, e as Demonstrações Financeiras do Fechamento, conforme sua decisão sobre os Itens em Disputa, serão consideradas finais, acordadas e vinculantes, mediante assinatura do Auditor Independente, salvo nas hipóteses de prática de ato de má-fé ou erro grave do Auditor Independente.
> 4.2.2 Cálculo do Ajuste Subsequente do Preço de Aquisição – Ajuste da Parcela à Vista. Caso o valor do Caixa Líquido Ajustado apurado nas Demonstrações Financeiras de Fechamento seja inferior a R$48.000.000,00 (quarenta e oito milhões de Reais), os Vendedores deverão pagar à Compradora a diferença negativa entre (i) R$ 48.000.000,00 (quarenta e oito milhões de Reais) e (ii) o valor do Caixa Líquido Ajustado apurado nas Demonstrações Financeiras de Fechamento.

Para apuração dos relatórios foi indicada uma empresa de auditoria de renome, com objetivo de verificar se o controle físico e financeiro de inventário da Companhia atende premissas de existência física dos produtos nos estoques/estabelecimentos da Vendedora, conforme os registros dos sistemas de controle interno de inventário; e, se os produtos são avaliados em termos de qualidade, valor e critérios aderentes ao GAAP Brasileiro[276]. Conforme formulário de referências divulgado ao mercado pela empresa compradora, a

276 Conforme definição no contrato: *"GAAP Brasileiro - significa os princípios gerais contábeis aceitos no Brasil, conforme previsto na Lei das Sociedades por Ações, em declarações emitidas pelo Conselho Federal de Contabilidade - CFC e por normas emitidas pelo Instituto dos Auditores Independentes do Brasil, aceitos pela CVM."*

empresa vendedora possuía mais de 90 mil itens comercializados, dando uma ideia do tamanho do estoque existente.

Além disso, após o fechamento negócio, a empresa de auditoria ficou responsável por elaborar "demonstrações financeiras do fechamento", com base nas normas contábeis brasileiras, visando apurar o caixa líquido ajustado[277], que irá interferir no ajuste de preço da aquisição.

As partes definiram procedimentos para apuração das contas e dos valores por terceiro, escolhido de comum acordo, com capacidade técnica e isenção aceita por ambos. Além disso, foram estabelecidas condições para resolução de eventuais apontamentos no relatório de inventário, mediante reunião conjunta entre comprador, vendedor e empresa de auditoria. No caso das demonstrações contábeis, o procedimento é mais formal e, no caso de inexistência de consenso, atribuído a um auditor independente, escolhido posteriormente, avaliar os questionamentos e decidir em caráter definitivo a questão.

Sob aspecto visão contratual (Direito), as partes estabeleceram procedimentos e estabeleceram no contrato formas de apurar os valores com a utilização de terceiros e de normas padronizadas de conhecimento público. Como exposto anteriormente, sob este aspecto, ocorreu o tratamento suficiente das tratativas e pontos que seriam abordados *ex post*, e que, no momento do anúncio do negócio seriam de difícil apuração.

Sob o aspecto da análise de eficiência econômica, estas cláusulas dispuseram sobre pontos importantes considerados no valor do negócio, como o montante dos estoques e do caixa da empresa vendida existentes no momento inicial e que deveriam ser mantidos na data do fechamento definitivo da transação. Sob este viés, podemos explorar as implicações da decisão das partes em relação à incompletude contratual.

277 Conforme definições do contrato, caixa líquido ajustado significa: significa (+) disponibilidade de caixa/aplicações financeiras/títulos e valores mobiliários com liquidez diária; (+) recebíveis de cartão de crédito livre de quaisquer Ônus e disponíveis para operações de antecipação (-) a dívida financeira total (inclusive operações de financiamento a importações);

O Conselho Federal de Contabilidade (CFC), deliberou sobre o tratamento contábil para os estoques via adoção de Pronunciamento Técnico CPC 16(R1), correlacionado às Normas Internacionais de Contabilidade – IAS 2 (IASB), o qual recebeu o número NBC TG 16 (R2).

No item 9 do pronunciamento, fica determinado que "os estoques objeto desta Norma devem ser mensurados **pelo valor de custo ou pelo valor realizável líquido**, *dos dois o menor*". (grifos nossos).

O item 28 da NBC TG 16 (R2) define o valor realizável líquido, como:

> O custo dos estoques pode não ser recuperável se esses estoques estiverem danificados, se se tornarem total ou parcialmente obsoletos *ou se os seus preços de venda tiverem diminuído*. O custo dos estoques pode também não ser recuperável se os custos estimados de acabamento *ou os custos estimados a serem incorridos para realizar a venda tiverem aumentado*. A prática de reduzir o valor de custo dos estoques (*write down*) para o valor realizável líquido é consistente com o ponto de vista de que os ativos não devem ser escriturados por quantias superiores àquelas que se espera que sejam realizadas com a sua venda ou uso. (grifos nossos)

Dois pontos importantes que a norma menciona e podem influenciar de forma consistente o valor dos estoques: diminuição do preço de venda ou o aumento dos custos para realizar esta venda. Considerando-se que o caso envolvia uma empresa de *e-commerce*, podemos pensar como exemplo do primeiro caso, o lançamento de um celular com tecnologia nova e disruptiva que torne os estoques obsoletos; no segundo caso, a criação de uma obrigação legal determinando que a empresa aumente a garantia do produto de 3 meses para 12 meses.

Ambas as hipóteses, hipotéticas, modificando substancialmente o valor dos estoques (valor justo), também mudarão a racionalidade econômica das partes.

São hipóteses possíveis e de conhecimento das partes, que são sofisticadas e atuam em um mercado extremamente competitivo. Prever todas essas hipóteses, entre outras tantas que não citamos e que podem influenciar o valor dos estoques, certamente é um exemplo de custo de transação que demandaria muito tempo e esforço para ser plenamente disciplinado em contrato.

Sob aspecto de eficiência econômica, fazer uma contagem imediata de mais de 90 mil itens em estoque (cada item com diversas unidades) e realizar um balanço extraordinário para fechamento da transação, acarretaria custos de transação relevantes.

A solução adotada, estabelece parâmetros de comum acordo de variação para os estoques (até R$ 5 milhões) e um valor fixo para o caixa da empresa no fechamento. Dentro dos cenários e do melhor conhecimento das partes na assinatura da transação, este foi o valor reconhecido como limite que compensaria os custos de transação para adotar uma apuração *ex post*.

As duas hipóteses citadas descrevem hipóteses de aspectos mercadológicos ou fatores econômicos que não são possíveis de serem esgotados *ex ante*, e foram estabelecidos de forma incompleta no contrato. São questões apuráveis por terceiros, com utilização de parâmetros metodológicos públicos e padronizados, e mesmo que possam sofrer ajustes relevantes como citamos acima no caso de valor realizável líquido, as partes deliberadamente podem acordar a atribuição do risco entre si.

4.2. CLÁUSULAS COM ALOCAÇÃO DE RISCO CONTROVERSA OU NÃO ATRIBUÍDA

O contrato prevê diversas disposições que demandam complementação do significado e que foram deixadas pelas partes de forma incompleta deliberadamente. São utilizados termos como "curso normal dos negócios", "práticas passadas da sociedade alvo", "práticas contábeis e financeiras passadas", "metas estabelecidas

pelas Partes", além da omissão quanto ao possível ajuste do preço das ações recebidas como parte do preço da aquisição.

> 1 Definições e Interpretação
> 1.1 Definições. Para os fins do presente Contrato e sem prejuízo de outras definições nele estabelecidas, serão atribuídos aos termos seguintes os significados abaixo dispostos:
> "Cotação de fechamento": significa a cotação de fechamento que corresponde a R$ 20,00 (vinte Reais) das ações de emissão da Compradora;
> "Curso normal dos negócios": significa, no caso das Sociedades Alvo, a condução dos seus negócios de forma consistente com: (i) os procedimentos e práticas passadas das Sociedades Alvo durante um período de 36 (trinta e seis) meses antes da presente data; e (ii) os documentos societários das Sociedades Alvo;
> [...]
> 4 Preço e Pagamento
> 4.1 Preço de Aquisição. Em contraprestação à Aquisição, a Compradora pagará aos Vendedores os valores previstos na Cláusula 4.1.1, na proporção de 50% (cinquenta por cento) para cada um deles, sujeito aos termos e condições deste Contrato e aos ajustes constantes respectivamente das Cláusulas 4.1.6 e 4.2 abaixo ("Preço de Aquisição").
> [...]
> 4.1.2 Pagamento. O Preço de Aquisição será pago aos Vendedores da seguinte forma:
> (i) Parcela à Vista. Na Data de Fechamento, como contrapartida à Compra e Venda, a Compradora pagará aos Vendedores, na proporção de 50% (cinquenta por cento) para cada um deles, a quantia de R$ 1.000.000.000,00 (um bilhão de Reais), ajustada na Data do Fechamento na forma da Cláusula 4.1.6, e sujeita ao ajuste subsequente constante da Cláusula 4.2 abaixo ("Parcela à Vista"). Referida Parcela à Vista

deverá ser paga, na Data de Fechamento, mediante TED para a conta bancária de cada um dos Vendedores indicada no Anexo 4.1.2(i);

(ii) Incorporação de Ações. Também na Data de Fechamento, os efeitos jurídicos da Incorporação de Ações deverão ter pleno efeito, sendo que, em decorrência de referida Incorporação de Ações, os Vendedores receberão e deverão ser titulares, na Data de Fechamento, (i) na proporção de 50% (cinquenta por cento) cada um, de 75.000.000 (setenta e cinco milhões) de ações ordinárias, nominativas, escriturais, sem valor nominal de emissão da Compradora (OMITIDO) calculadas de acordo com a Relação de Substituição definida na Cláusula 5.1.1 abaixo, livres e desembaraçadas de quaisquer Ônus, exceto pelo disposto na Cláusula 12.6 abaixo; e (ii) dos bônus de subscrição descritos na Cláusula 4.3 ("Bônus de Subscrição"); e

(iii) Parcela Contingente. Em 31 de janeiro de 2024, os Vendedores poderão subscrever até 50.000.000 (cinquenta milhões de ações), correspondentes ao valor de até R$ 1.000.000.000,00 (um bilhão de Reais) considerando-se a Cotação de Fechamento de tais ações, na proporção de 50% (cinquenta por cento) para cada Vendedor, mediante exercício dos Bônus de Subscrição, sujeito aos termos e condições previstos na Cláusula 4.3 (e respectivas sub cláusulas) abaixo ("Parcela Contingente")

[...]

4.3.2 Sujeito ao disposto na Cláusula 4.3.1 acima, a Parcela Contingente será paga em até 50.000.000 (cinquenta milhões) de ações ordinárias, nominativas, escriturais e sem valor nominal de emissão da Compradora - cuja quantidade foi calculada conforme a Cotação de Fechamento das referidas ações -, na proporção de 50% (cinquenta por cento) para cada Vendedor, mediante exercício pelos Vendedores dos Bônus de Subscrição que serão entregues aos Vendedores no âmbito da Incorporação de Ações.

Os Bônus de Subscrição serão exercíveis em 31 de janeiro de 2024. Os Bônus de Subscrição não poderão ser negociados ou transferidos pelos Vendedores ou de qualquer forma estar sujeitos a Ônus ou à promessa de negociação, transferência ou Ônus. O preço de emissão da totalidade das ações comprador objeto dos Bônus de Subscrição será de R$ 10,00 (dez Reais) para cada Vendedor [...].

[...]

4.3.5 As Partes acordam que, a partir da Data de Fechamento, os Vendedores terão autonomia para exercer os respectivos cargos de diretores na Companhia e para conduzir a Companhia em linha com (i) suas práticas comerciais passadas, e (ii) suas práticas contábeis e financeiras passadas, desde que alinhadas com as práticas contábeis e financeiras da Compradora, observados os limites impostos pela Lei e pelo estatuto social da Companhia vigente a partir da Data de Fechamento [...].

[...]

7.2.6. Cada um dos Vendedores assinará com a Companhia contrato de trabalho, com remuneração compatível com os demais diretores executivos da Compradora, contemplando, inclusive, salário, bonificação em dinheiro atrelada ao atingimento de metas definidas entre as Partes (independentemente e sem prejuízo da Parcela Contingente), ações de emissão da Compradora (independentemente e sem prejuízo da Parcela Contingente), dentre outros benefícios;

[...]

10.24 Inventário. O inventário da Companhia está registrado no Balanço Referencial, nos livros contábeis e demais sistemas de controles conforme o GAAP Brasileiro, de forma consistente com o Curso Normal dos Negócios e de acordo com as práticas passadas adotadas pela Companhia, e podem ser reconciliados com o estoque físico efetivo mediante

verificação dos lançamentos registrados desde 31 de maio de 2021.

Evidentemente, durante o processo de *due diligence,* a compradora analisou as práticas comerciais dos vendedores, e dentro de um limite razoável de certeza e considerada a assimetria de informações e a racionalidade limitada, aceitou prosseguir com o negócio.

Por outro lado, não seria economicamente eficiente descrever com todos os detalhes quais seriam estas "práticas comerciais passadas", que envolvem diversas políticas específicas, como compras, de alavancagem financeira, de contratação de derivativos para proteção de riscos cambiais ou financeiros, remuneração de pessoal, logística, marketing, vendas etc. Dessa forma, como exemplo típico de incompletude contratual, deliberaram por não as descrever no contrato, usando apenas menção genérica.

Da mesma forma, podemos citar a menção a "práticas contábeis e financeiras passadas". Apesar da extensa regulamentação existente, existem opções discricionárias que os administradores da sociedade podem adotar, entre mais de uma forma possível de contabilização ou de planejamento tributário lícito, o que também é impossível de descrever de forma completa em um contrato da espécie.

Em decorrência da incorporação da vendedora pela compradora, os sócios permaneceram vinculados à empresa incorporadora na condição de Diretores, com parte dos bônus atrelados a "metas definidas entre as partes". A prática da manutenção dos vendedores como sócios após a venda é comum em negócios da espécie, visando a transição da gestão e comprometimento do vendedor com as projeções apresentadas na discussão do preço potencial da venda.

Estas metas podem ser alteradas futuramente, mediante negociação do novo plano de negócios *ex post*. As partes decidiram que em momento futuro, de comum acordo, podem ajustar os termos acordados, característica que reflete uma decisão econômica deliberada.

Por final, analisando as cláusulas selecionadas, foi estabelecido parte do pagamento do preço da venda com o recebimento de ações da companhia compradora (decorrente incorporação) e parte através de bônus de subscrição, após o atingimento de metas acordadas entre as partes.

Esta parcela de *earn out* pode ser paga no futuro em dinheiro ou em outros bens passíveis de valoração econômica. No caso em concreto, a opção foi por entrega de ações da compradora.

As partes podem definir as condições do negócio dentro de sua autonomia da vontade, não existindo nada que impeça atribuir riscos da variação do preço das ações entre o comprador, o vendedor, ou de forma compartilhada.

No caso em comento, ocorreu uma omissão no contrato, que, sem participação efetiva nas negociações, não podemos afirmar se foi de forma deliberada ou não. Este contrato ainda prevê que as ações da empresa compradora, a serem recebidas pelos vendedores, terão que obedecer a um *lock-up*, vedando por 6 meses a venda de qualquer montante de ações, e posteriormente, uma quantidade escalonada, obedecendo ainda um limite diário R$ 20 milhões até completar 24 meses da data do negócio entabulado.

A parcela contingente do preço de pagamento, representada por um bônus de subscrição das ações da compradora, somente ocorreria após cumprimento de todas as condições estabelecidas no contrato, fixada esta data em 31 de janeiro de 2024, ou seja, 30 meses após o fechamento do negócio.

Estes bônus de subscrição não podiam ser negociados ou transferidos pelos Vendedores ou de qualquer forma estar sujeitos a ônus ou à promessa de negociação ou transferência.

Então vemos neste ponto, a existência de restrições à venda das ações, tornando os vendedores sócios da companhia compradora por um longo período. Apesar destas longas restrições, o contrato não previu nenhum ajuste em relação a quantidade de ações caso ocorresse variação do preço de mercado (para cima ou para baixo).

Como já citamos anteriormente, logo após a negociação da aquisição, as ações da compradora, negociadas em bolsa de valores, sofreram uma abrupta desvalorização. Dos elementos contratuais disponíveis, não fica claro se as partes avaliaram adequadamente esta possibilidade, e se a alocação deste risco foi realmente assumida pelos vendedores.

Esta variação do preço, não pode ser considerada um acontecimento extraordinário e imprevisível, pois é da essência do mercado de valores mobiliários, a variação do preço das ações, sem garantia de um valor mínimo.

Como os vendedores foram assessorados por reconhecida instituição do mercado, conforme notícias vinculadas na mídia, é de se presumir que esta álea contratual foi analisada, porém não conseguimos inferir se o risco foi realmente assumido pelos vendedores, ou tratou-se de uma lacuna (não deliberada) ou incompletude contratual (deliberada).

Ocorre que posteriormente, conforme citado no Formulário de Referências da compradora, publicado no site da CVM, foi instaurado e continua em curso[278] um procedimento arbitral sigiloso, provocado pelos vendedores, constando no requerimento inicial como objeto o contrato de compra e venda de ações e tema central do litígio: (i) a anulação daquela compra e venda; (ii) a entrega ou restituição de ações de emissão da Companhia ou da vendedora, conforme o caso; e (iii) o pagamento de complemento do earn-out.

O contexto das disposições do contrato citadas, representam disposições de incompletude. Diante do cenário de litígio, fica evidente que comportamentos oportunistas podem ter guiado as partes na conclusão das negociações.

Conforme disposto em sites de notícias, os vendedores alegam que a negociação foi desvantajosa por não prever mecanismos de preservação do valor da venda, diante da variação do preço das ações recebidas em pagamento.

278 Data base do Formulário de Referência: 31 de dezembro de 2025.

Certamente que pelo valor do negócio envolvido, a negociação envolveu inúmeros desafios e pontos de inflexão, não sendo certo afirmar se este ponto foi efetivamente previsto pelas partes de forma propositadamente omissa (visão Econômica, possível captura de vantagens por uma das partes), ou se foi uma omissão decorrente do tratamento insuficiente da atribuição de riscos (visão do Direito).

Fatos adicionais demonstram que a eventual gestão negativa do risco de mercado inerente ao preço das ações possa ter criado um comportamento oportunista de ambas as partes:

a) Vendedores: confiantes no histórico positivo das cotações da ação da empresa compradora, apostando em possível continuidade da elevação do preço, ao tornarem-se sócios, vislumbraram aumentar o ganho com a venda da empresa. Aqui, os riscos são integralmente dos vendedores, e se, de forma informada e deliberada, realizaram esta opção, nada teriam a reclamar.

b) Compradores: mantiveram reserva de informações importantes, como por exemplo, a operação de *follow on* anunciada no mesmo dia da assinatura da compra da empresa alvo, o que traria diluição da participação acionária[279] e possível mudança de premissas.

Conforme argumentos dos vendedores, a operação de aumento de capital da empresa compradora não foi discutida entre as partes. O anúncio da oferta pública, realizado no mesmo dia do anúncio da transação de compra das ações, mencionava a destinação dos recursos para expansão das atividades, investimentos em tecnologia e inovação e "aquisições estratégicas".

Os vendedores receberiam potencialmente 125 milhões de ações como pagamento da venda, e o aumento de capital anunciado pela compradora acarretou a emissão de mais 175 milhões de ações.

Inegavelmente, a operação de aumento de capital gerou diluição dos efeitos econômicos para os vendedores, que acabaram ficando

279 Conforme argumento dos vendedores, não teriam sido informados da transação previamente. Como fato público, no mesmo dia do mês de julho de 2021, a empresa compradora emitiu dois fatos relevantes, um relativo ao fechamento da transação de compra da empresa e outro relativo à oferta pública de aumento de capital social.

com uma parte menor do capital total da empresa compradora, comparativamente ao cenário de não realização do *follow on*.

Sem conhecimento do mérito das negociações entre as partes, partindo do pressuposto da assimetria de informações, sob aspecto da análise econômica, esta postura do comprador representaria um comportamento oportunista decorrente da condução da negociação para termos de incompletude contratual e, com isso, capturar vantagens para si ao alocar o risco da variação do preço das ações ao vendedor (de forma omissiva ou deliberada).

Por final, não seria possível aos vendedores um uso alternativo das ações recebidas, pois contratualmente foi estabelecido um período de *lock up* para a venda, potencializando os efeitos do comportamento oportunista.

5. CONCLUSÃO

Neste trabalho analisamos a teoria do contrato incompleto, que estabelece uma decisão deliberada das partes em não disciplinar no instrumento contratual, de forma *ex ante*, todos os riscos da negociação, quando vislumbrarem uma vantagem neste modelo comparativamente aos custos de transação relativos à discussão minuciosa precedente.

Exploramos a diferença entre as visões do Direito e da Economia quanto ao contrato incompleto, pois para os primeiros esta situação é vista como uma falha em descrever as obrigações das partes, enquanto para os economistas, a lacunosidade pode ser uma estratégia em não prever o conjunto de obrigações possíveis entre os contratantes, optando por uma forma considerada mais eficiente.

Passamos a analisar algumas cláusulas de um negócio jurídico entabulado, identificando elementos da ICT nas disposições firmadas pelas partes. Além disso, deduzimos hipóteses diversas que as partes podem ter avaliado, sob aspecto econômico, para escolher a forma adotada no contrato.

Após o caminho percorrido, podemos concluir que a teoria do contrato incompleto é pouco explorada no Brasil, parte por ser uma transposição jurídica ainda incipiente, parte por nossa disciplina jurídica de tradição romano-germânica.

Sem referências expressas no ordenamento brasileiro, as disposições da Lei da Liberdade Econômica inauguram cláusulas de interpretação aos negócios jurídicos, recebendo diversas críticas decorrentes da atecnia utilizada, que poderão criar ainda mais dilemas interpretativos quando submetermos os contratos incompletos ao alvitre do Estado-juiz.

A provocação que este artigo traz é que a teoria merece mais atenção pela doutrina nacional, considerando-se momento em que as fronteiras entre o Direito e a os efeitos econômicos das decisões ficam cada vez mais difíceis de serem estabelecidos, vislumbrando na teoria dos contratos incompletos pontos fortes e riscos importantes, que deverão ser avaliados de forma adequada pelas partes contratantes.

REFERÊNCIAS

AYRES, Ian; GERTNER, Robert. ***Filling Gaps in Incomplete Contracts***. Yale Law Journal, v. 99, n. 1, p. 87-130, out. 1989.

BANDEIRA, Paula Greco. **Contrato incompleto**. 2014. 253 f. Orientador: Prof. Dr. Gustavo Tepedino. Tese (Doutorado). Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Faculdade de Direito, 2014.

CAMINHA, Uinie; LIMA, Juliana Cardoso. Contrato Incompleto: Uma perspectiva entre Direito e Economia para contratos de Longo Termo. **Revista Direito GV**, São Paulo, v. 10 nº 1, p. 155-200, JAN-JUN 2014.

CAVALLI, Cássio Machado. **Empresa, direito e economia**. Rio de Janeiro: Forense, 2013.

COOTER, Robert; ULEN, Thomas. **Law and Economics**, 6th edition. Boston, MA: Berkeley Law Books, 2016. Disponível em: http://scholarship.law.berkeley.edu/books/2. Acesso em 25 mai. 2025.

CONSELHO FEDERAL DE CONTABILIDADE (CFC). **NBC TG 16 (R2) – Estoques**. Estabelece o tratamento contábil para os estoques. Brasília, 2017. Disponível em: https://www1.cfc.org.br/sisweb/SRE/docs/NBCTG16(R2).pdf. Acesso em: 15 jun. 2025.

FICI, Antonio. **Il contrato incompleto**. Torino: G. Giappichelli, 2005.

GREZZANA, Giacomo Luiz Maria Oliveira. **A natureza jurídica da cláusula de declarações e garantias em alienação de participação societária**. Orientador: Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França. São Paulo, 2019. 513 p. Dissertação (Mestrado) – Programa de Pós-Graduação em Direito, Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2019.

MARTINS-COSTA, Judith; NITSCHKE, Guilherme Carneiro Monteiro. Origem e Eficácia da Lei da Liberdade Econômica. In: MARTINS-COSTA,

Judith; NITSCHKE, Guilherme Carneiro Monteiro (Coordenadores). **Direito Privado na Lei de Liberdade Econômica: comentários.** São Paulo, SP: Almedina, 2022. p. 27-42.

NITSCHKE, Guilherme Carneiro Monteiro. Comentários ao artigo 113 §1º e 2º do Código Civil: interpretação contratual a partir da Lei da Liberdade Econômica. In: MARTINS-COSTA, Judith; NITSCHKE, Guilherme Carneiro Monteiro (Coordenadores). **Direito Privado na Lei de Liberdade Econômica: comentários.** São Paulo, SP: Almedina, 2022. p. 277-432.

NITSCHKE, Guilherme Carneiro Monteiro. **Lacunas Contratuais e Interpretação:** história, conceito e método. São Paulo, SP: Quartier Latin, 2019.

SALAMA, Bruno Meyerhof. **Estudos em Direito & Economia** [livro eletrônico]: micro, macro e desenvolvimento. 1. ed. Curitiba: Editora Virtual Gratuita - EVG, 2017.

SALAMA, Bruno Meyerhof; SILVA FILHO, Osny da. ***Elasticity, Incompleteness, and Constitutive Rules*.** Columbia Law School 's Blog on Corporations and the Capital Markets, 2013. Disponível em: https://clsbluesky.law.columbia.edu/2013/07/30/elasticity-incompleteness-and-constitutive-rules/. Acesso em: 15 jun. 2025.

SCOTT, Robert E.; TRIANTIS, George G. ***Incomplete contracts and the theory of contract design***. Case Western Reserve Law Review, v. 56, n. 1, 2005, p. 187-202.

SILVA FILHO, Osny da. Comentários ao artigo 3º, inciso V: presunção de boa-fé e interpretação em prol da autonomia. In: MARTINS-COSTA, Judith; NITSCHKE, Guilherme Carneiro Monteiro (Coordenadores). **Direito Privado na Lei de Liberdade Econômica: comentários.** São Paulo, SP: Almedina, 2022. p. 167-200.

SILVA, Rodrigo Pinati da. **A racionalidade econômica como critério de interpretação contratual: artigo 113, § 1º, inciso V, do Código Civil.** Orientadora: Mariana Pargendler. 2024. 253 f. Dissertação (mestrado profissional) - Escola de Direito de São Paulo, Fundação Getulio Vargas, 2024.

A NULIDADE DA DELIBERAÇÃO QUE APROVA DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS INVERÍDICAS E SUA IMPLICAÇÃO PARA O EFEITO EXONERATÓRIO PREVISTO NO ART. 134, § 3º DA LSA ("*QUITUS*")

THE NULLITY OF A RESOLUTION APPROVING INACCURATE FINANCIAL STATEMENTS AND ITS IMPLICATIONS FOR THE EXONERATION PROVISION SET FORTH IN ART. 134, § 3 OF THE BRAZILIAN CORPORATIONS LAW ("QUITUS")

Larissa Sayuri Tavares Tamashiro (Universidade de São Paulo)[280]

Resumo: Este artigo examina o efeito exoneratório previsto no art. 134, § 3º, da LSA, na hipótese em que as demonstrações financeiras apresentam informações falsas sobre a situação financeira da sociedade e suas operações, seja por erro ou por dolo. Diante da interpretação, atualmente majoritária, de que a anulação judicial da deliberação que aprovou tais demonstrações constitui condição *sine qua non* para a responsabilização do administrador, busca-se analisar o vício que compromete a deliberação quando constatadas demonstrações inverídicas e suas consequências para o efeito exoneratório decorrentes do "*quitus*". Pretende-se demonstrar que tais deliberações são nulas, tanto por apresentarem um objeto ilícito, quanto por terem efeitos que extrapolam da órbita societária. Considerando que, para a produção do efeito exoneratório do art. 134, § 3º da LSA, é necessária a aprovação concomitante das contas e das demonstrações financeiras, com a declaração de nulidade desta, desaparece o suporte fático necessário para a produção dos efeitos *ex lege*. Com isso, conclui-se que a sociedade e seus acionistas podem ajuizar a ação declaratória de nulidade da deliberação assemblear e a ação de responsabilidade contra o administrador, mesmo após o prazo

280 Mestre em Direito Comercial pela Universidade de São Paulo - USP. Pós-graduada em Direito Empresarial pela Fundação Getúlio Vargas - FGV. Bacharel em Direito pela Universidade de São Paulo - USP, com programa de mobilidade acadêmica na Université Paris I Panthéon-Sorbonne. Advogada em São Paulo.

de dois anos do art. 286 da LSA, devendo-se respeitar, no entanto, o prazo prescricional dos arts. 287, II, 'b', 2 e 288 da LSA.

Palavras-chave: sociedade anônima; responsabilidade de administrador; deliberação assemblear; *quitus*; efeito exoneratório; balanço falso; nulidade.

Abstract: This article addresses the exculpatory effect enshrined in article 134, paragraph 3, of the Brazilian Corporations Law (LSA), in circumstances where the financial statements misrepresent the company's financial condition and its operations, whether as a result of error or fraud. Given the prevailing view that judicial annulment of the shareholders' resolution approving such statements constitutes a conditio *sine qua non* for imposing liability upon directors and officers, the study investigates the defect vitiating the resolution in the presence of false statements and the implications thereof for the exculpatory effect attached to the granting of *quitus*. It is argued that such resolutions are null and void, both on the ground of pursuing an unlawful object and on account of producing effects that transcend the corporate sphere. Since the exculpatory effects of article 134, paragraph 3, of the LSA presuppose the simultaneous approval of the accounts and the financial statements, the declaration of nullity of the latter removes the factual substratum required for the *ex lege* operation of such effects. Accordingly, the company and its shareholders are entitled to bring both an action for the declaration of nullity of the shareholders' resolution and a liability action against the directors and officers, even beyond the two-year period set forth in article 286 of the LSA, subject, however, to compliance with the limitation period applicable as provided in articles 287, II, 'b', 2, and 288 of the LSA.

Keywords: corporation; D&O liability; shareholders' resolution; quitus; exculpatory effects; false financial statements; nullity.

Sumário: Introdução. **1.** O objeto da deliberação assemblear e seus efeitos ex lege. 1.1. Objeto da deliberação assemblear: aprovação das contas e das demonstrações financeiras; 1.2. Produção do efeito

exoneratório (ex lege). **2.** A nulidade de uma deliberação que aprova demonstrações financeiras inverídicas. 2.1. No que consiste uma demonstração financeira inverídica?; 2.2. O vício de deliberação e sua nulidade: objeto ilícito e efeitos que extrapolam a órbita societária. **3.** Implicações da nulidade da deliberação para o efeito exoneratório do art. 134, § 3º, da LSA. **4.** Conclusão.

INTRODUÇÃO

A necessidade de anular o efeito exoneratório decorrente da aprovação simultânea das demonstrações financeiras e das contas dos administradores como condição para a ação de responsabilidade do administrador é um tema controverso, que gera grande debate na doutrina e na jurisprudência.

Trata-se da interpretação do art. 134, § 3º da LSA, segundo o qual "*a aprovação, sem reserva, das demonstrações financeiras e das contas exonera de responsabilidade os administradores e fiscais, salvo em caso de erro, dolo, fraude ou simulação (art. 286)*".

Em razão da menção expressa à exoneração de responsabilidade e ao art. 286 da LSA, que estabelece o prazo decadencial para a anulação das deliberações assembleares, consolidou-se o entendimento, até então majoritário, de que a responsabilização do administrador pressupõe a prévia desconstituição judicial da deliberação assemblear que aprovou as demonstrações financeiras e as contas dos administradores.[281] Em outras palavras, para essa corrente, a

281 No sentido de que é necessário desconstituir a deliberação assemblear que aprovou as contas e as demonstrações financeiras, vide: BULHÕES PEDREIRA, José Luiz; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. Aprovação das demonstrações financeiras, tomada de contas dos administradores e seus efeitos. *In*: CASTRO, Rodrigo Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (coords.). **Sociedade anônima: 30 anos da Lei 6.404/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2007, p. 1537; ADAMEK, Marcelo Vieira von. **Responsabilidade civil dos administradores de S/A e as ações correlatas**. 1. ed. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 264-266; LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. Efeitos da Aprovação das Contas e das Demonstrações Financeiras das Companhias. *In*: KUYEN, Luiz Fernando Martins (coord.). **Temas Essenciais de Direito Empresarial** - **Estudos em Homenagem a Modesto Carvalhosa**. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 428-431); e VIO, Daniel; SASSERON, Adriano. Contas, Quitus e Responsabilidade dos Administradores.

anulação de tais deliberações seria condição *sine qua non* para a responsabilização do administrador, devendo a ação ser ajuizada no prazo previsto no art. 286 da LSA.

Tal conclusão impacta diretamente no prazo prescricional da pretensão indenizatória contra o administrador, na medida em que o prazo decadencial de dois anos previsto no art. 286 da LSA[282] para anulação da deliberação assemblear é inferior ao prescricional de três anos da pretensão contra o administrador, previsto no art. 287,

---

In: YARSHELL, Flávio Luiz; SETOGUTI, Guilherme (coords.). **Processo Societário**. São Paulo: Quartier Latin, 2021, v. 4, p. 222 (nesse ponto, os coautores do artigo divergem, sendo que Adriano Sasseron defende pelo amplo efeito exoneratório do quitus, enquanto Daniel Vio defende pela sua interpretação restritiva). Esse também é o entendimento majoritário seguido pela jurisprudência. *Cf.* STJ, REsp n.º 256.596/SP, Rel. Min. Nancy Andrighi, relator para acórdão Min. Antônio de Pádua Ribeiro, Terceira Turma, j. 8/5/2001, DJ 18/6/2001, p. 150, *n.v.* ("*Direito Comercial. Sociedade por ações. Ação anulatória de deliberação de assembléia geral e ação de responsabilidade do administrador. Prescrição, Contagem do prazo. Lei n° 6.404, de 15/12/1976, arts. 134, § 3°, 159, 286 e 287, Il, b, 2. Interpretação. I - Considera-se prescrita a ação de responsabilidade de administrador que teve suas contas aprovadas sem reservas pela assembléia geral, se esta não foi anulada dentro do biênio legal, mas só posteriormente, por deliberação de outra assembléia geral, a partir de cuja publicação da ata se pretendeu contar o triênio extintivo*"). Nesse mesmo sentido, vide: STJ, REsp n.º 257.573/DF, Rel. Min. Waldemar Zveiter, relator para acórdão Min. Ari Pargendler, Terceira Turma, j. 8/5/2001, DJ 25/6/2001, p. 172, *n.v.*; STJ, REsp n.º 1.313.725/SP, Rel. Min. Ricardo Villas Bôas Cueva, Terceira Turma, j. 26/6/2012, DJe 29/6/2012, *v.u.*; STJ, REsp n.º 1.515.710/RJ, Rel. Min. Marco Aurélio Bellizze, Terceira Turma, j. 12/5/2015, DJe 2/6/2015, *v.u.*; STJ, AgRg no Ag n.º 640.050/RS, Rel. Min. Luis Felipe Salomão, Quarta Turma, j. 19/5/2009, DJe 1/6/2009, *v.u.*; STJ, AgRg no Ag n.º 950104/DF; Rel. Min. Massami Uyeda, Terceira Turma, j. 19/03/2009, DJ 30/03/2009, *v.u.*; e TJSP, Ag. n.º 2238189-39.2017.8.26.0000, Rel. Des. Cesar Ciampolini, 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, j. 29/08/2018, DJe 31/08/2018, *v.u.*

282 Muito embora o art. 286 da LSA mencione que o termo inicial do prazo de dois anos é da deliberação – "*prescreve em 2 (dois) anos, contados da deliberação*" –, a interpretação pacífica tanto da doutrina quanto da jurisprudência é de que tal prazo é contado da sua publicação e não da deliberação. *Cf.* 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. São Paulo: Malheiros, 2017, p. 149: "*É de se salientar, por fim, que o prazo do art. 286, conforme a melhor interpretação, conta-se a partir da publicação da deliberação*"; e EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. 3. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2021, v. 4, p. 592: "*Embora o artigo disponha que o prazo prescricional de 2 (dois) anos conta-se da deliberação impugnada, a sua redação constitui lapso do legislador. O prazo deve ser contado da data da publicação do ato inquinado, a partir de quando se produz a sua eficácia. Como muitos dos legitimados somente tomam ciência da deliberação quando de sua publicação, é a partir dela que se deve contar o prazo, sob pena de promover tratamento desigual entre os que participaram e os que não participaram da assembleia*".

II, 'b', 2 da mesma lei. Em termos práticos, portanto, ao se considerar necessária a prévia anulação judicial do efeito exoneratório do *quitus*, o prazo para a responsabilização do administrador reduz-se de três para dois anos.

Diante desse cenário, é possível encontrar correntes doutrinárias que propõem interpretações alternativas ao art. 134, § 3º da LSA. Há quem defenda ser desnecessária a anulação da deliberação para a responsabilização dos administradores, já que a aprovação das demonstrações financeiras e das contas gera apenas uma presunção relativa de exoneração de responsabilidade, que pode ser afastada por meio da ação de responsabilidade do administrador;[283] enquanto outros defendem que basta a revogação da deliberação pela própria assembleia, dada a ilegitimidade da companhia de figurar no polo ativo de uma demanda anulatória de deliberação assemblear.[284] Há, ainda,

283 *Cf.* BORBA, José Edwaldo Tavares. Prazo de prescrição da ação de responsabilidade civil de administrador cujas contas tenham sido aprovadas sem ressalvas. *In*: VENÂNCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna (coords.). **Lei das S.A. em seus 40 anos**. 1. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 528, 530 e 531.

284 Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França parece partilhar dessa opinião ao defender que a revogação pode ser feita pela própria assembleia-geral, sem necessidade de uma ação anulatória. Em um parecer publicado, o autor analisa a responsabilidade de um administrador pela alegada venda superfaturada e pela falta de recolhimento dos impostos. Nas respostas aos quesitos 2 e 3 desse parecer, o autor sustenta pela desnecessidade de anular a deliberação assemblear em razão da ilegitimidade ativa da companhia, nos seguintes termos: "*2. É correto afirmar que a assembleia-geral da companhia tem poder para rever suas deliberações anteriores e até mesmo revogar aquelas eivadas de irregularidades ou vícios? R.: É absolutamente correto afirmar que, em princípio, a assembleia-geral da companhia pode sempre revogar suas próprias deliberações, sobretudo nas hipóteses de irregularidades ou vícios na aprovação das demonstrações financeiras, por implicarem, ipso facto, exoneração dos administradores (art. 134, § 39, da Lei de S/A). 3. Como decorrência da eventual resposta dada ao quesito anterior; seria correto afirmar que a Cia. "X" não teria, em tese, necessidade de vir a juízo pleitear a concessão de tutela jurisdicional para anular deliberação assemblear e que, portanto, não ostenta interesse processual para o pedido de anulação formulado nas demandas? R.: É absolutamente correto afirmar que a Cia. "X" não tem, em tese, necessidade de vir a juízo para pleitear a concessão de tutela jurisdicional a fim de anular suas próprias deliberações assembleares, razão pela qual não ostenta interesse processual para o pedido de anulação formulado nas demandas (art. 267, VI, do CPC [de 1973]; v. art. 485, VI, do CPC/2015).*" (FRANÇA, 2017, p. 217). Com relação a esse argumento, Marcelo von Adamek sustenta que, apesar de a companhia não ter legitimidade ativa para configurar no polo ativo de uma demanda anulatória de deliberação assemblear, ela poderia retificar as demonstrações financeiras e ajuizar a ação contra os administradores para anular não a deliberação em si, mas

uma posição intermediária que busca modular o efeito exoneratório decorrente do *quitus* por meio de uma interpretação restritiva do art. 134, § 3º da LSA, de modo a abranger apenas o que foi efetivamente apresentado aos acionistas (CC, art. 114).[285]

Não foi encontrado, no entanto, nenhum trabalho que tenha se debruçado especificamente sobre o efeito exoneratório decorrente de uma deliberação assemblear que aprovou demonstrações financeiras posteriormente reveladas como inverídicas. Isto é, casos em que as demonstrações financeiras aprovadas não transmitiram informações fidedignas sobre as suas operações e a situação financeira da companhia, seja por erro, seja por uma atitude intencional do administrador.

A proposta deste artigo é analisar como se daria a produção do efeito exoneratório disposto no art. 134, § 3º da LSA nessas hipóteses: ainda assim, o prazo decadencial para anular as deliberações assembleares seria de dois anos, nos termos do art. 286 da LSA?

---

o efeito exoneratório decorrente do art. 134, § 3º da LSA, ação na qual a companhia tem legitimidade para compor o polo ativo: "*Cabe, assim, a retificação da deliberação de aprovação das contas (gestão) e/ou das demonstrações financeiras, com o conseqüente afastamento do efeito extintivo do quitus. No entanto, como a aprovação anteriormente concedida produziu efeitos perante terceiros, mister será a própria companhia propor ação anulatória contra os administradores beneficiados pelo ato revogado, visando desconstituir os efeitos preclusivos do quitus; sem isso, o ato de revogação será ineficaz perante esses terceiros. Na prática, depois de retificar a deliberação, a companhia poderá propor ação para anular o efeito preclusivo do quitus, cumulando esse pleito na própria ação social de responsabilidade civil porventura proposta contra os administradores. A solução ora proposta - de permitir a revogação da deliberação de aprovação das contas e/ou das demonstrações financeiras, e permitir que a própria companhia venha posteriormente a propor ação anulatória do quitus contra os administradores beneficiados pela anterior deliberação (terceiros beneficiados por ela) - preserva, de um lado, a iniciativa judicial da companhia, que poderá propor a ação para recompor o seu patrimônio lesado, e também, de outro lado, tutela, de certa forma, a posição dos administradores, que terão a possibilidade de sustentar a correção da deliberação retificada e, por consequência, a validade da exoneração, em consonância com o primado do devido processo legal*" (ADAMEK, 2010, p. 279).

285 *Cf.* VIO; SASSERON, 2021, p. 218-219 (essa é a posição apenas do coautor Daniel Vio); GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz; LGOW, Carla Wainer Chalréo. Anulação de deliberações assembleares (artigo 286 da Lei das S.A.): prescrição ou decadência? *In:* BODIN DE MORAES, Maria Celina; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz; SOUZA, Eduardo Nunes de (coords.). **A Juízo do Tempo: estudos atuais sobre prescrição**. Rio de Janeiro: Processo, 2019, p. 405); STJ, REsp n.º 1.741.338/SP, Rel. Min. Nancy Andrighi, Terceira Turma, j. 26/6/2018, DJe 29/6/2018, *v.u.*; e STJ, REsp n.º 1.224.159/SP, Rel. Min. Raul Araújo, Quarta Turma, j. 21/9/2021, DJe 26/10/2021, *v.u.*

Essa análise mostra-se ainda mais relevante na hipótese de distorções contábeis decorrentes de uma atitude intencional do administrador em ocultar ou inserir elementos falsos nos balanços. Afinal, nesse caso, o responsável pela elaboração das demonstrações financeiras e por transmitir as informações sobre a situação financeira da companhia – base na qual os acionistas obtêm as informações necessárias para verificar a conduta do administrador[286] – é também o réu na ação de responsabilidade.[287]

Seguindo a interpretação proposta pela corrente majoritária, o administrador poderia encobrir seus atos ilícitos e respectivas consequências por meros dois anos – prazo muitas vezes inferior à

286 CARVALHO DE MENDONÇA, José Xavier. **Tratado de direito comercial brasileiro**. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1959, v. 4, p. 67, n.º 1.205: "*Nas sociedades anônimas, diversamente das outras sociedades, cujos sócios podem consultar os livros e acompanhar a administração, o balanço geral ânuo tem especial importância. É o meio de que dispõem os acionistas para ficarem ao corrente da situação da sociedade, onde empregaram os seus capitais. É o documento que informa a terceiros a posição financeira da sociedade para que possam com ela tratar e nela confiar*".

287 Ressalta-se, aqui, que a relação entre administrador e acionistas é de agente-principal, na medida em que cabe ao primeiro o poder-função de gerir a atividade societária. Ou seja, o principal (acionista) depende das ações tomadas pelo agente (administrador), que afetarão o seu interesse. Essa relação traz o que os economistas chamam de problemas de agência, dentre os quais pode-se destacar o conflito de interesse e a assimetria de informações: o agente tem mais informações do que o representado acerca de fatos relevantes, o que dificulta o monitoramento das suas atividades, levando-o a agir de uma forma oportunista. Nesse sentido, vide: ARMOUR, John; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. Agency Problems and Legal Strategies. *In*: KRAAKMAN *et al*. **Anatomy of corporate law**. 3. ed. Oxford, 2017, p. 29; e JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, 1976, p. 308). Sobre a atribuição de poderes-funções a órgãos próprios como forma de organizar a formação de vontade da sociedade e sua manifestação externa, vide: COMPARATO, Fabio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. 6. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 26; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Sociologia do poder na sociedade anônima. **Revista de Direito Mercantil**. São Paulo, v. 77, jan./mar. 1990, p. 52; WIEDEMANN, Herbert. Excerto do 'Direito Societário I – Fundamentos'. Trad. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França. *In*: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (coord.). **Direito Societário Contemporâneo I**. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 12-14; e ARMOUR, John; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier; PARGENDLER, Mariana. What is Corporate Law? *In*: KRAAKMAN *et al*. **Anatomy of corporate law**. 3. ed. Oxford, 2017, p. 1-12.

própria duração de seu mandato[288] –, de modo a frustrar o ajuizamento da ação de responsabilidade contra si em razão de ter decaído o direito potestativo disposto no art. 286 da LSA.

Considerando que o art. 195 do Código Civil estabelece que a pessoa jurídica pode propor ação contra os seus representantes legais se estes derem causa à prescrição ou não a alegarem oportunamente, por violação ao dever de diligência,[289] a conclusão exposta acima parece contrária à lógica do sistema jurídico. Afinal, se os administradores podem ser responsabilizados por prejuízos decorrentes da inércia no exercício de direitos da sociedade, tanto mais evidente deveria ser essa responsabilização nas situações em que ocultam seus próprios atos e consequências, justamente para inviabilizar o exercício de uma pretensão contra si. Como, então, justificar a possibilidade de o agente se beneficiar da própria torpeza?

Em função desse cenário, que infelizmente tem se tornado cada vez mais recorrente no mercado de capitais brasileiro, decidiu-se investigar se haveria uma forma de interpretar o art. 134, § 3º, da LSA que afaste a situação *kafkiana* descrita acima, sem negar vigência à lei.[290]

---

288 Nos termos dos arts. 140, III e 143, III da LSA, o prazo de mandato do diretor e do conselho de administração pode ser de até três anos, permitida a sua reeleição.

289 *Cf.* THEODORO JÚNIOR, Humberto. **Prescrição e Decadência**. 3. ed. rev., atual. e ampl. Rio de Janeiro: Forense, 2024, p. 111: "*O art. 195, ao prever que a pessoa jurídica tem ação contra os representantes legais que derem causa à prescrição, ou não a alegarem oportunamente, está cuidando de uma gestão culposa como aquelas que são previstas genericamente nos arts. 1.011 e 1.016. Naturalmente, não basta o fato de a pessoa jurídica ser prejudicada por uma prescrição para que seus administradores se tornem sujeitos à indenização pelos correspondentes prejuízos. Cada diretor, se houver mais de um, responderá pela área de negócios que lhe for atribuída. E dentro dela somente se obrigará pelos danos que lhe forem imputados por culpa. Assim, para que um gestor societário incorra na responsabilidade do art. 195, é preciso que, in concreto, tenha ele falhado na adoção de alguma medida inerente à sua função e que necessariamente teria de refletir sobre o problema da prescrição. Não há responsabilidade objetiva na espécie*".

290 Nesse ponto, ressalta-se os ensinamentos de Carlos Maximiliano, segundo o qual o intérprete do direito não deve limitar-se à crítica exegética da lei, mas sim construir sistematicamente seu alcance e adaptá-la às exigências da vida social, de modo a suprir deficiências legislativas e permitir a aplicação eficaz do Direito vigente (*cf.* MAXIMILIANO, Carlos. **Hermenêutica e Aplicação do Direito**. 20. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2021, p. 33-34). Em outro trecho, o autor menciona que: "*Com a engrenagem legislativa que temos, complicada e de ação lenta, não haveria justiça na terra, se fosse mister*

Para responder à pergunta formulada, o artigo está estruturado da seguinte forma: na primeira parte, examina-se o art. 134, § 3º da LSA, a fim de distinguir o objeto das referidas deliberações (aprovação das contas e das demonstrações financeiras) dos efeitos previstos em lei (efeito exoneratório) (*infra*, item 1); em seguida, analisa-se a definição de demonstrações financeiras inverídicas e os requisitos necessários para tal constatação (*infra*, item 2.1); e, por fim, aborda-se o vício que macula a deliberação assemblear que aprovou as demonstrações financeiras inverídicas (*infra*, item 2.2) e as respectivas consequências para o efeito exoneratório do *quitus* (*infra*, item 3).

1. O OBJETO DA DELIBERAÇÃO ASSEMBLEAR E SEUS EFEITOS EX LEGE

Segundo o art. 134, § 3º da LSA, "*a aprovação, sem reserva, das demonstrações financeiras e das contas exonera de responsabilidade os administradores e fiscais, salvo em caso de erro, dolo, fraude ou simulação (art. 286)*".

Diante da sua redação, é possível constatar que o "*quitus*"[291] somente produz seus efeitos se forem aprovadas, sem reservas, tanto

aguardar a reforma ou complemento dos textos, obscuros ou deficientes, para decidir só então os litígios pendentes. (...). *Quanto melhor souber a jurisprudência adaptar o Direito vigente às circunstâncias mutáveis da vida, tanto menos necessário se tornará pôr em movimento a máquina de legislar. Até mesmo a norma defeituosa pode atingir os seus fins, desde que seja inteligentemente aplicada*" (*Ibid.*, p. 51).

291 Muito se debate sobre a natureza jurídica dessa exoneração, se seria uma forma especial de quitação, um reconhecimento negativo de dívida ou uma renúncia ao exercício de pretensões de caráter indenizatório. Marcelo von Adamek, citando a posição de Karsten Schmidt, defende que seria uma declaração de confiança e que a lei confere a essa aprovação uma eficácia preclusiva de pretensão de caráter indenizatório. Nesse sentido vide: "*Indo além, depois de demonstrar a inconsistência das correntes tradicionais, Karsten Schmidt explica, com invulgar precisão, qual é o real alcance da exoneração (quitus) concedida pela sociedade aos seus administradores. Diz o mestre: '(...) A aprovação representa uma declaração de confiança, inerente ao direito das coletividades, concedida aos seus órgãos. A renúncia à pretensão não é objeto da deliberação sobre a exoneração. Tal deliberação, antes pelo contrário, é tomada na maioria das vezes na suposição de que inexistem pretensões a indenização contra o órgão exonerando. Os efeitos da renúncia – não apenas relativamente a pretensões eventualmente existentes, mas também no que pertine a demais sanções – são apenas conseqüência preclusiva da aludida demonstração*

as deliberações financeiras quanto as contas da administração. É necessária, portanto, a aprovação concomitante de ambos, sem a qual o efeito exoneratório do art. 134, § 3º da LSA não se opera.[292]

Esse ponto chama a atenção para a necessária distinção entre o objeto da deliberação (aprovação das contas e das demonstrações financeiras) e seus efeitos (liberatório).

As deliberações tomadas são para aprovar, com ou sem ressalvas, as demonstrações financeiras e as contas dos administradores, matéria esta de competência privativa da assembleia geral, nos termos do art. 122, III da LSA. Nessas deliberações, não se discute sobre a concessão ou não do efeito exoneratório aos administradores, cujo efeito decorre da lei e não da vontade das partes. O acionista não pode, por exemplo, aprovar, sem reservas, as contas e as demonstrações financeiras, e, no entanto, afastar o efeito liberatório previsto no art. 134, § 3º da LSA. Afinal, a produção desse efeito decorre automaticamente da aprovação de ambas (contas e demonstrações financeiras) por previsão legal nesse sentido.

---

de confiança. (...) A extensão da exoneração, quer no tocante à pessoa, ao período de tempo ou ao que constitui seu objeto, rege-se de conformidade com a deliberação de exoneração. Se posteriormente se tornarem conhecidos fatos que antes não eram suscetíveis de serem conhecidos e aos quais a exoneração por isso mesmo não poderia se referir, não impede a exoneração uma ação de indenização ou outras quaisquer sanções' (Gesellschaftsrecht, cit., § 14, VI, pp. 430-431). Filiamo-nos, incondicionalmente, a essa escorreita visão: a exoneração (quitus) não constitui renúncia a qualquer pretensão, embora a lei (como ocorre com a LSA) possa atribuir-lhe eficácia preclusiva de pretensões de caráter indenizatório contra o beneficiário da deliberação" (ADAMEK, 2010, p. 250-252).

292 *Cf.* ADAMEK, 2010, p. 257: "*O efeito liberatório da responsabilidade dos administradores, bem analisando o preceito legal, constitui conseqüência da concomitante aprovação, sempre sem reservas: (i) das demonstrações financeiras (LSA, art. 176, I a IV, e § 6º); e (ii) das contas da administração*"; e LAZZARESCHI NETO, 2012, p. 423: "*Segundo o disposto no § 3º do art. 134, é indispensável a aprovação das demonstrações financeiras e das contas (relatório da administração e informações prestadas aos acionistas durante a assembleia geral ordinária) para configurar o* 'quitus'. *Somente a aprovação de ambas, e sem reserva, exonera de responsabilidade os administradores*". Nesse mesmo sentido: OECD. **Private Enforcement of Shareholder Rights: A Comparison of Selected Jurisdictions and Policy Alternatives for Brazil**. Disponível em: https://www.oecd.org/en/publications/private-enforcement-of-shareholder-rights_5ec8b8d7-en.html. Acesso em: 14 dez. 2024, p. 113.

Em razão da distinção entre o objeto da deliberação e a produção de seus efeitos decorrentes da lei, dividimos os subitens a seguir nesses dois pontos.

1.1. OBJETO DA DELIBERAÇÃO ASSEMBLEAR: APROVAÇÃO DAS CONTAS E DAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS

Como visto, o art. 134, § 3º da LSA envolve duas deliberações distintas: a aprovação das demonstrações financeiras e das contas dos administradores.[293]

As demonstrações financeiras são entendidas como quadros elaborados com base na escrituração mercantil, que apresentam, de forma padronizada, as informações sobre as finanças da companhia (LSA, arts. 176-188).[294] Por conterem informações muito resumidas, as demonstrações são geralmente acompanhadas de notas explicativas e outros documentos que permitam esclarecer a situação patrimonial da sociedade e seus resultados.[295]

293 *Cf.* ASCARELLI, Tullio. **Problemas das sociedades anônimas e direito comparado**. São Paulo: Saraiva, 1969, p. 424: "*Aprovando o balanço, a assembléia declara o ativo e o passivo social e os lucros disponíveis; pode, ademais – o que, conforme o art. 101 do Decreto n.° 2.627, é até implícito – aprovar a gestão dos diretores; deliberar acêrca da distribuição e atribuição de lucros. Trata-se, entretanto, de deliberações lógicamente distintas, embora possam apresentar-se unificadas*"; e BULHÕES PEDREIRA; ROSMAN, 2007, p. 46: "*A distinção entre (a) deliberação sobre prestação de contas e (b) deliberação sobre demonstrações financeiras é confirmada pela redação da lei que, no item III do artigo 122, declara competir privativamente à assembléia geral 'tomar, anualmente, as contas dos administradores, e deliberar sobre as demonstrações financeiras por eles apresentadas', e no artigo 133 se refere, em itens distintos, ao 'relatório da administração sobre os negócios sociais e os principais fatos administrativos do exercício findo' (I) e à 'cópia das demonstrações financeiras' (II)*".

294 Enquanto não aprovado pela assembleia-geral, o balanço é apenas um projeto. *Cf.* ASCARELLI, 1969, nota de rodapé 70; e BULGARELLI, Waldírio. **Manual das Sociedades Anônimas**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 1987, p. 217.

295 *Cf.* BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. Exercício social e demonstrações financeiras. *In:* LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA (coord.). **Direito das Companhias**. 2. ed. atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 1088: "*são quadros que apresentam, de modo resumido e com disposição padronizada, informações quantificadas sobre as finanças da companhia.* (...) *As demonstrações financeiras apresentam saldos de contas e grupos de contas da escrituração mercantil, classificados e dispostos de modo a permitir ao leitor conhecer diversos aspectos das finanças da companhia.* (...) *O grau de concisão dos dados constantes das demonstrações financeiras e sua forma de quadro são incompatíveis*

Sua função é informar não apenas os acionistas, mas também os credores e investidores sobre a situação financeira da sociedade e os seus resultados, o que é de suma importância, já que decisões internas da companhia e de agentes externos são tomadas com base nessas informações.

Dentre as questões internas, pode-se mencionar a destinação dos lucros – seja para reinvestimento, constituição de reservas ou distribuição de dividendos –, e a aferição do valor patrimonial das ações. Já as questões externas envolvem a análise de risco de crédito por terceiros interessados em contratar com a sociedade e, no caso de companhias abertas, a formação do valor de mercado das ações e a influência sobre decisões de investimento. Por isso, é fundamental que as demonstrações financeiras reflitam, com fidelidade, a real situação econômica e os resultados da companhia.[296]

Já as contas dos administradores não apresentam uma definição legal, de forma que a doutrina diverge quanto à sua exata composição.[297] Há consenso, no entanto, de que tais contas correspondem ao conjunto de informações que possibilitam aos acionistas compreenderem as

---

com informações pormenorizadas ou discursivas. Daí a lei exigir que as demonstrações sejam 'complementadas por notas explicativas e outros quadros analíticos ou demonstrações contábeis necessários para esclarecimento da situação patrimonial e dos resultados do exercício' (LSA, art. 176, § 4º)". A depender do tipo societário, há demonstrações obrigatórias como o balanço patrimonial, a demonstração dos lucros ou prejuízos acumulados, a demonstração do resultado do exercício, a demonstração dos fluxos de caixa e a demonstração do valor adicionado (LSA, arts. 176 e 249).

296 *Cf.* BULHÕES PEDREIRA; ROSMAN, 2007, p. 44-45; BULHÕES PEDREIRA, 2017, *op. cit.*, p. 1099; e BORBA, 2017, p. 522.

297 Bulhões Pedreira e Luiz Rosman, por exemplo, entendem que as contas dos administradores seriam tomadas com base no relatório da administração, nas demonstrações financeiras e, se houver, nos pareceres do Conselho Fiscal e do auditor independente (BULHÕES PEDREIRA; ROSMAN, 2007, p. 43). Além desses documentos, Marcelo von Adamek acrescenta à lista os esclarecimentos, verbais ou escritos, postos à consideração dos acionistas (ADAMEK, 2010, p. 259). Alfredo Lazzareschi, por sua vez, entende que as contas seriam constituídas apenas pelo relatório – onde estariam "*referidos e explicados os principais negócios sociais e fatos administrativos do exercício findo*" – e pelas informações prestadas durante a assembleia (LAZZARESCHI NETO, 2012, p. 416-417). Já Carvalho de Mendonça menciona que o relatório dos administradores consistiria "*na sucinta exposição dos fatos ocorridos naquele exercício, e cujo conhecimento interessa à assembléia geral*", tomando como base o balanço apresentado (CARVALHO DE MENDONÇA, 1959, p. 66, n.º 1.204).

operações realizadas pela administração, permitindo-lhes julgar os resultados da gestão. Não se trata, portanto, de um único documento – ou de um conjunto rigidamente definido –, mas sim de uma série de elementos que, em sua totalidade, viabilizam uma análise abrangente da gestão societária no exercício correspondente. Essa análise pode ser formada a partir do relatório dos órgãos da administração, dos pareceres dos órgãos de fiscalização interna e dos auditores independentes, das demonstrações financeiras e dos esclarecimentos prestados, tanto por escrito quanto oralmente, em assembleia.[298]

Percebe-se, portanto, que a análise das demonstrações financeiras e das contas dos administradores são objeto de deliberações distintas, de modo que é possível que a assembleia aprove uma e rejeite a outra.[299] Isso ocorre, por exemplo, no caso de as demonstrações financeiras refletirem, de forma fidedigna, o resultado do exercício social, sem qualquer inconsistência, mas a gestão dos administradores ter se mostrado desastrosa, o que ensejaria uma maior investigação sobre a conduta dos administradores quanto aos negócios da companhia. Nesse caso, as demonstrações financeiras seriam aprovadas, mas

298 *Cf.* VIO; SASSERON, 2021, p. 200: "*A interpretação que parece mais adequada sistematicamente é a que considera as 'contas' não um instrumento ou relatório específico, ou mesmo um conjunto deles, mas sim o relato completo e estruturado a respeito da gestão da sociedade naquele determinado exercício social sob análise. Trata-se da apresentação global aos acionistas de como foi administrada a vida da companhia. Tal relato pode ter elementos tanto documentais quanto verbais - desde que respeitados os termos da lei e as regras de organização da respectiva companhia. A coerência desse modo de ver as contas da administração vem da mecânica de funcionamento do* quitus".

299 *Cf.* ADAMEK, 2010, p. 259: "*O reconhecimento do caráter dispositivo da deliberação assemblear de aprovação do balanço não significa, pois, que dela se deva inferir a ratificação dos atos praticados pela administração ou a própria aprovação da gestão social. Quanto aos atos individuais, não estão refletidos ou explicitados nas demonstrações financeiras, que somente trazem o resultado geral do exercício; quanto à gestão, a sua aprovação não resulta da aprovação do balanço, senão de outra eventual deliberação conexa, da qual poderá ou não resultar extinção de responsabilidade, de acordo com as particularidades de cada sistema jurídico*"; e BULHÕES PEDREIRA, 2017, p. 1097: "*A Assembleia Geral Ordinária examina e discute as demonstrações financeiras como (a) instrumento de tomada de contas dos administradores e (b) representação da situação financeira da companhia; e as deliberações da Assembleia sobre as contas dos administradores e as demonstrações financeiras são distintas: a assembleia pode não aprovar as contas e aprovar as demonstrações financeiras, e vice-versa, adiando uma das deliberações até a conclusão de diligências que tenha ordenado*". Nesse mesmo sentido, vide: BORBA, 2017, p. 523-525.

as contas dos administradores não.[300] Do mesmo modo, é possível que as demonstrações apresentem algumas inconsistências a serem corrigidas, muito embora os acionistas tenham aprovado a gestão feita pelos administradores.

Em todo caso, para a produção do efeito exoneratório, é necessária a aprovação concomitante de ambas, as contas e as demonstrações financeiras.[301]

1.2. PRODUÇÃO DO EFEITO EXONERATÓRIO (EX LEGE)

Nos termos do art. 134, § 3º da LSA, a aprovação, sem reservas, das demonstrações financeiras e das contas dos administradores "*exonera de responsabilidade os administradores e fiscais*". A lei prevê, portanto, a produção do chamado efeito exoneratório ao administrador.[302] Trata-

300 *Cf.* VALVERDE, Trajano de Miranda. **Sociedades por ações**. Rio de Janeiro: Forense, 1959. v. 2, p. 141-142: "*Tecnicamente, a assembléia geral ordinária deverá tomar duas deliberações: uma, sôbre o balanço; outra, sôbre as contas da diretoria, tendo em vista o parecer do Conselho Fiscal. Realmente. O balanço pode refletir a situação real da sociedade e ter sido apresentado, pela diretoria, com estrita observância das prescrições legais. Mas a gestão dos negócios sociais pode ter sido desastrosa, em conseqüência de atos ou operações praticados pelos diretores, com manifesta imprudência, imperícia ou negligência. Podem êles ter violado a lei ou os estatutos e até agido maliciosamente na administração da sociedade. Verificada a exatidão do balanço, a assembléia não deixará de aprová-lo, sem que, entretanto, essa aprovação envolva a aprovação dos resultados, que êle positiva.* (...) *A aprovação do balanço não significa, pois, a exoneração da responsabilidade dos diretores e fiscais*".

301 *Cf.* ADAMEK, Marcelo Vieira von; ADAMEK, Carlos Vieira von. O alcance extintivo do 'quitus' diante da recente decisão do Superior Tribunal de Justiça: comentários ao Recurso Especial 1.741.338-SP. *In*: CUEVA, Ricardo Villas Bôas; DIDIER JR., Fredie (org.). **Processo Civil Empresarial e o Superior Tribunal de Justiça**. 1. ed. São Paulo: Juspodivm, 2021, v. 1, p. 482, nota de rodapé n.º 26: "*Teoricamente, pode-se indagar se há lógica em exigir a dupla aprovação ou, ao contrário, se o efeito extintivo do* quitus *não deveria resultar apenas da aprovação das contas (que, a rigor, em sentido estrito e a aprovação da missão exercida). No entanto, diante do texto expresso da lei acionária vigente, esse questionamento vale apenas no plano de política legislativa, e não do direito posto - frente ao qual é só mesmo com a aprovação das demonstrações e das contas sem reserva que se positiva o efeito liberatório (e a razão para isso talvez seja a de a irregularidade contábil pode ocultar fatos lesivos à companhia)*".

302 Na doutrina, é possível encontrar a referência ao efeito decorrente do art. 134, § 3º da LSA como "efeito liberatório", "efeito preclusivo" e "efeito extintivo". Nesse sentido, vide: ADAMEK; ADAMEK, 2021, p. 482; e ADAMEK, 2010, p. 508-509.

se de um efeito *ex lege* – que independe da vontade das partes, mas decorre da lei –, fruto de uma escolha legislativa peculiar do direito brasileiro e há muito abandonada por outros ordenamentos.[303]

Tal escolha é amplamente criticada pela doutrina,[304] mesmo dentre aqueles que defendem ser necessária a anulação da deliberação assemblear que concedeu o efeito exoneratório do *quitus* para a responsabilização do administrador.[305] O voto do Min. Ari Pargendler no REsp n.º 257.573/DF resume bem esse posicionamento ao afirmar que, muito embora a opção legislativa adotada seja passível de crítica, "*a lei é essa, e, enquanto não for alterada, deve ser aplicada*".[306]

303 *Cf.* JACKSON, Eugenia; WILSON, Sarah. **Directors' Liability Discharge Proposals-The Implications for Shareholders**. 2008. Disponível em: https://ssrn.com/abstract=1156817. Acesso em: 20 mar. 2025; VIO; SASSERON, 2021, p. 192; e ADAMEK; ADAMEK, 2021, p. 474-475 ("*são cada vez mais raros os sistemas jurídicos a ainda adotar essa concepção lata: pelo contrário, várias são as leis que afirmam que essa aprovação não isenta o administrador de responsabilidades; em outros, para que esse efeito liberatório se verifique, exige-se expressa manifestação de renúncia por parte da assembleia geral, assegurando-se em alguns casos o direito de oposição por parte de minoria qualificada; em outros, ainda, prevalece sistema misto*").

304 Dentre as principais críticas encontradas na doutrina em relação ao *quitus*, podem ser apontadas: (i) o fato de que as demonstrações financeiras nem sempre refletirem, de forma clara e precisa, a real situação patrimonial da sociedade, já que diversos atos são registrados sob rubricas genéricas (*Cf.* CARVALHO DE MENDONÇA, 1959, p. 69); (ii) ainda que elaboradas com rigor técnico, tais demonstrações apresentam apenas os resultados consolidados das operações sociais, sem detalhar negócios específicos, o que dificulta a avaliação da atuação dos administradores; e (iii) a limitação técnica da maioria dos acionistas que, em regra, não possuem conhecimento contábil ou financeiro suficiente para realizar uma análise crítica dos números apresentados. Uma compreensão mais aprofundada exigiria tempo e recursos – como, por exemplo, a contratação de especialistas –, o que, na prática, mostra-se pouco factível e raramente estimulado (*Cf.* ADAMEK; ADAMEK, 2021, p. 478-482).

305 Marcelo von Adamek, por exemplo, faz críticas a essa opção legislativa, propondo ao legislador pátrio a eliminação do efeito extintivo do *quitus* (ADAMEK, 2010, p. 508-509). Nesse mesmo sentido, Renato Berger aponta que não há lógica que justifique a sua previsão (BERGER, Renato. **As Ações Derivadas no Direito Societário**. São Paulo: Quartier Latin, 2023, p. 226-227). Em sentido contrário, isto é, de elogiar a escolha legislativa, cita-se a opinião de Alfredo Lazzareschi, segundo o qual "[s]*em essa salvaguarda da Lei das S.A., profissionais capacitados, respeitados e responsáveis dificilmente aceitariam a nobre função da administração, porquanto permaneceriam sujeitos por longo período a investidas de oportunistas, nem sempre destinadas a proteger o patrimonial social*" (LAZZARESCHI NETO, 2012, p. 435).

306 *Cf.* STJ, REsp n.º 257.573/DF, Rel. Min. Waldemar Zveiter, relator para acórdão Min. Ari Pargendler, Terceira Turma, j. 8/5/2001, DJ 25/6/2001, p. 172, *n.v.* Nesse mesmo sentido, é seu voto no REsp n.º 256.596/SP, Rel. Min. Nancy Andrighi, relator para

A despeito desse debate sobre a interpretação e função do *quitus*,[307] o presente artigo parte da premissa atualmente predominante na doutrina e jurisprudência no sentido de que a desconstituição do efeito liberatório por meio de uma ação anulatória das deliberações assembleares é uma condição *sine qua non* para a ação de responsabilidade do administrador.[308]

---

acórdão Min. Antônio de Pádua Ribeiro, Terceira Turma, j. 8/5/2001, DJ 18/6/2001, p. 150, *n.v.*

307 Registra-se aqui a nossa opinião de que, muito embora seja necessário promover salvaguardas ao administrador, em razão dos riscos inerentes à sua atividade (cf. LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. **A Lei das S.A.** 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, v. 2, p. 411; LAZZARESCHI NETO, 2012, p. 423-424; e VIO; SASSERON, 2021, p. 194), uma análise sistêmica do regime de responsabilidade dos administradores demonstra que a lei já atribui diversas barreiras à sua responsabilização, tanto ao ajuizamento da ação de responsabilidade, quanto à definição dos parâmetros exigidos para a efetiva responsabilização do agente. A lei prevê (i) a ausência de responsabilidade pessoal do administrador em relação às obrigações que contrair em nome da sociedade e em ato regular de gestão (LSA, art. 158, caput); (ii) parâmetros para a avaliação, pelo adjudicador, da conduta do administrador (LSA, art. 159, § 6º); (iii) entraves à legitimidade para o exercício do direito de ação, como a necessidade de prévia aprovação da assembleia geral (LSA, art. 159, caput) ou percentual mínimo de participação societária para propor a ação para recompor os danos da sociedade (LSA, art. 159, § 4º; Resolução CVM n.º 70, de 22 de março de 2022, art. 2º); e (iv) prazo mais curto para a sua responsabilização (três anos), que foi feita considerando justamente o risco envolvido no exercício da sua atividade. O risco de criar um ambiente inseguro ao administrador somente existiria se o ambiente proporcionado pela lei acionária fosse de prevenção exagerada, o que não é o caso do ordenamento brasileiro. Segundo Renato Berger, o sistema brasileiro pode ser classificado como acentuadamente restritivo, já que, além dos obstáculos expostos acima, a lei não oferece um maior incentivo ao ajuizamento de ações derivadas contra o administrador, na medida em que inexiste o prêmio previsto no art. 246, § 2º, da LSA, e o reembolso das despesas é limitado aos valores recebidos pela companhia, conforme art. 159, § 5º, da LSA (BERGER, 2023, p. 345-347 e 354). Por isso, entendemos que o modo que a doutrina e jurisprudência interpreta o art. 134, § 3º da LSA, acaba por atribuir ao *quitus* um peso maior do que devido – atribuindo-lhe, na verdade, o papel que já é desempenhado pela prescrição – e que gera incentivos à prática de atos ilícitos e ao aumento dos problemas de agência (notadamente, assimetria de informações e conflito de interesses), o que é justamente o inverso do papel a ser desempenhado pelo direito societário (*cf.* ARMOUR; HANSMANN; KRAAKMAN, 2017, p. 29).

308 Diante das críticas dirigidas à interpretação atualmente predominante, foi proposta a alteração do § 3º do art. 134 da LSA no Projeto de Lei n.º 2.925/2023, a fim de estabelecer expressamente que a aprovação das contas dos administradores e das demonstrações financeiras não implica exoneração de responsabilidade dos administradores e fiscais (*cf.* BRASIL. Projeto de Lei n.º 2.925, de 02 de junho de 2023. Disponível em: https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra?codteor=2284015&filename=PL%202925/2023. Acesso em: 25 jun.

Considerando esse cenário, pretende-se investigar o que ocorre quando as demonstrações financeiras apresentam informações falsas. Nesses casos, ainda assim, é necessária a anulação da deliberação dentro do prazo de dois anos disposto no art. 286 da LSA para que se possa responsabilizar o administrador? Ou estaríamos diante de uma deliberação nula e, portanto, que pode ser declarada a qualquer tempo? Prevalecendo o segundo cenário (nulidade da deliberação), qual o impacto dessa declaração ao efeito exoneratório proveniente do art. 134, § 3º da LSA? É o que pretendemos analisar a seguir.

2. A NULIDADE DE UMA DELIBERAÇÃO QUE APROVA DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS INVERÍDICAS

2.1. NO QUE CONSISTE UMA DEMONSTRAÇÃO FINANCEIRA INVERÍDICA?

Antes de responder às indagações formuladas acima, que serão objeto dos itens 2.2 e 3 abaixo, impõe-se definir no que consiste uma demonstração financeira inverídica.

Os poucos escritos encontrados na doutrina societária sobre demonstrações financeiras inverídicas encontram-se concentrados

2025). Tal projeto, no entanto, foi apensado ao Projeto de Lei nº 3.899/12, aprovado na Câmara dos Deputados em 29 de outubro de 2025, que alterou essa proposta de redação, limitando-se a prever que "*a anulação da aprovação de contas dos administradores poderá ser requerida em conjunto com a ação de responsabilidade prevista no art. 159 desta lei*" (BRASIL. Projeto de Lei n.º 3.899, de 2012. Disponível em: https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra?codteor=3037278&filename=Tramitacao-PL%203899/2012. Acesso em: 21 nov. 2025. A redação aprovada, portanto, deixa de enfrentar as críticas relativas ao amplo efeito exoneratório atribuído ao *quitus* e, na verdade, reforça a necessidade de sua anulação para a responsabilização do administrador. Ademais, tal como redigida, a previsão gera dúvida quanto à intenção da alteração legislativa: se apenas permitir a cumulação das ações – que, apesar das dúvidas sobre a legitimidade da companhia de figurar no polo ativo da ação anulatória, tem sido pacificamente aceita na jurisprudência – ou, de fato, alterar o prazo decadencial de dois para três anos nos casos de nulidade da deliberação necessária à propositura da ação de responsabilidade do administrador. Afinal, a mera possibilidade de cumular ambas as demandas não soluciona a disparidade entre o prazo decadencial de dois anos para a ação anulatória e o prazo prescricional de três anos para a pretensão contra o administrador.

em torno do tipo penal descrito no antigo art. 168, § 1º do Decreto Lei 2.627/40[309] e, atualmente disposto, com uma redação similar, no art. 177 do Código Penal.

Segundo o referido artigo do diploma penal, incorre em pena de reclusão de um a quatro anos e multa, o administrador que "*em prospecto, relatório, parecer, balanço ou comunicação ao público ou à assembléia, faz afirmação falsa sobre as condições econômicas da sociedade, ou oculta fraudulentamente, no todo ou em parte, fato a elas relativo*". Do mesmo modo o art. 10 da Lei n.º 7.492/86 prevê, como uma hipótese de crimes contra o sistema financeiro nacional, sujeito a reclusão de um a cinco anos e multa, a conduta de "*fazer inserir elemento falso ou omitir elemento exigido pela legislação, em demonstrativos contábeis de instituição financeira, seguradora ou instituição integrante do sistema de distribuição de títulos de valores mobiliários*".

Ao comentar tal previsão, Trajano Valverde afirma que "[a] *expressão 'afirmação falsa' deve ser tomada em sentido genérico. Refere-se a toda alteração ou deturpação consciente da verdade*", acrescentando que "[s]*alvo os casos expressos em lei, ninguém pode ser punido por fato previsto como crime, senão quando o pratica dolosamente*."[310] Waldemar Ferreira, em sentido semelhante, complementa que "[a] *mentira, em si mesma; a afirmação falsa, por si só, caracteriza, indisfarçàvelmente, o crime. Mister se torna, no entanto, tenha o agente ciência da falsidade*".[311]

309 "*Art. 168. Observado o disposto no art. 2º, ns. IX e X, do Decreto-lei n. 869, de 18 de novembro de 1938, incorrerão na pena de prisão celular por um a quatro anos: 1º, os fundadores, diretores, gerentes e fiscais, que, em prospectos, relatórios, pareceres, balanços ou comunicações ao público ou à assembléia, fizerem afirmações falsas sobre a constituição ou as condições econômicas da sociedade ou fraudulentamente ocultarem, no todo ou em parte, fatos a elas relativos;*"

310 VALVERDE, Trajano de Miranda. **Sociedades por ações**. Rio de Janeiro: Forense, 1959, v. 3, p. 172. Ressalta-se que esse trecho, em específico, foi retirado da parte em que o autor comenta o crime cometido na constituição da sociedade por ações por subscrição pública de seu capital. No entanto, no item seguinte (nº 887), ao analisar o crime relacionado à sociedade anônima em funcionamento, o autor afirma que o art. 177, I, §1º do CP "[r]*eproduz, enfim, o conceito central do art. 177, já analisado em o nº 886*" (*op.cit.*, p. 174).

311 FERREIRA, Waldemar. **Tratado de sociedades mercantis**. 4. ed. rev. e aum. Rio de Janeiro: Livraria Freitas Bastos S.A., 1952, v. 3, p. 700.

Erasmo Valladão, por sua vez, afirma que balanço falso seria "*aquele no qual são inseridos ficticiamente elementos ativos ou passivos ou no qual são omitidos fraudulentamente tais elementos*",[312] violando o princípio da veracidade, o que se contrapõe ao balanço irregular, em que o princípio violado é o da clareza (desde que não seja obscuro a ponto de impossibilitar o conhecimento da verdade).

Pela leitura isolada dos referidos trechos, poder-se-ia equivocadamente concluir que, para constatação de uma demonstração financeira inverídica, seria necessária a ciência da falsidade das informações de modo a gerar uma conduta ativa (alteração ou deturpação da verdade dos fatos) ou omissiva (na qual o agente tem o dever e o poder de impedir o resultado, mas não o faz, assumindo os riscos da sua conduta)[313] do administrador. Assim, considerando que eventuais distorções contábeis poderiam ocorrer também por erro,[314] essa conclusão levaria a exclusão dessa hipótese para a constatação de uma demonstração financeira inverídica, limitando-a à hipótese de dolo.

No entanto, é necessário distinguir o ato do seu resultado: uma coisa é o requisito necessário para configurar o tipo penal; outra, é o seu resultado. Se para a configuração de um ato penalmente tipificado é necessária a vontade (seja comissiva ou omissiva), sendo afastada

312 FRANÇA, 2017, p. 123, nota de rodapé 100.

313 Esse tipo penal é conhecido como crime de omissão imprópria. Nesse sentido, vide: ESTELLITA, Heloisa. **Responsabilidade penal de dirigentes de empresas por omissão**. 1. ed. São Paulo: Marcial Pons, 2017, p. 37-51; e BOTTINI, Pierpaolo Cruz. **Crimes de omissão imprópria**. 1. ed. São Paulo: Marcial Pons, 2018.

314 Segundo as Normas Brasileiras de Contabilidade (NBC TA 240), distorções contábeis constatadas nas demonstrações podem ocorrer por fraude ou por erro, sendo que a distinção entre ambas estaria "*no fato de ser intencional ou não intencional a ação subjacente que resulta em distorção nas demonstrações contábeis*" (item 3). Em razão disso, conclui que "[a] *informação financeira fraudulenta envolve distorções intencionais, inclusive omissões de valor ou divulgações nas demonstrações contábeis para enganar os usuários destas*" (A2), acrescentando que "[i]*nformações contábeis fraudulentas podem decorrer do seguinte: Manipulação, falsificação (inclusive de assinatura) ou alteração de registros contábeis ou documentos comprobatórios que serviram de base à elaboração de demonstrações contábeis. Mentira ou omissão intencional nas demonstrações contábeis de eventos, operações ou outras informações significativas. Aplicação incorreta intencional dos princípios contábeis relativos a valores, classificação, forma de apresentação ou divulgação*."

a hipótese culposa (o que inclui o erro), salvo quando previsto em lei (CP, art. 21); o seu resultado independe dessa análise. Em outras palavras, se a pessoa tomou coisa alheia acreditando ser dela (*e.g.* o manobrista de um restaurante devolve o carro equivocado, que é do mesmo modelo e cor, de modo que o motorista não percebe) (ato), o fato de não ter havido intenção de furtar não exclui o fato de que o proprietário teve a coisa subtraída (resultado).

Por isso, destacamos anteriormente que os comentários dos autores mencionados acima concentravam-se no tipo penal previsto em lei – o qual exige o dolo (Decreto Lei 2.627/40, art. 168, § 1º; CP, art. 177; e Lei n.º 7.492/86, art. 10) – e não nos requisitos necessários para a constatação de um balanço falso.

A definição de uma demonstração financeira inverídica, por sua vez, deve recair sobre o seu conteúdo (resultado) e não sobre a sua causa (atitude comissiva ou omissiva do administrador).

Nesse sentido, o Comitê de Pronunciamento Contábeis ("CPC") traz uma luz sobre o que pode ser considerada demonstração financeira verídica ao definir o conceito de informação fidedigna no relatório financeiro. Segundo o CPC 00, a representação fidedigna das informações financeiras ocorre quando ela é "*completa, neutra e isenta de erros*" (item 2.13), esclarecendo que:

i. informação completa é aquela que "*inclui todas as informações necessárias para que o usuário compreenda os fenômenos que estão sendo representados, inclusive todas as descrições e explicações necessárias*" (item 2.14);

ii. a representação neutra "*não é tendenciosa na seleção ou na apresentação de informações financeiras*" (item 2.15) e é "*apoiada pelo exercício da prudência*", isto é, "*o exercício de cautela ao fazer julgamentos sobre condições de incerteza*", de modo a não superavaliar ativos e receitas e não subavaliar passivos e despesas (item 2.16); e

iii. isenta de erros significa que "*não há erros ou omissões na descrição do fenômeno e que o processo utilizado para produzir as informações apresentadas foi selecionado e aplicado sem erros no processo*". Nesse ponto, ressalta que "*livre de erros não significa perfeitamente*

precisa em todos os aspectos. Por exemplo, a estimativa de preço ou valor não observável não pode ser determinada como precisa ou imprecisa. Contudo, a representação dessa estimativa pode ser fidedigna se o valor for descrito de forma clara e precisa como sendo a estimativa, se a natureza e as limitações do processo de estimativa forem explicadas e se nenhum erro tiver sido cometido na escolha e na aplicação do processo apropriado para o desenvolvimento da estimativa" (item 2.18).

A contrario sensu, portanto, uma demonstração financeira inverídica é aquela que contém informação incompleta, tendenciosa e que contém erros e omissões.

Por essa definição, exclui-se a análise sobre a causa das distorções contábeis, podendo ela decorrer de erro ou dolo. A questão central é entender se, por meio dessa demonstração financeira, houve a apresentação de ativos e passivos superiores ou inferiores aos reais, pela sua inclusão ou omissão; bem como a constatação de operações que não correspondem à realidade (*e.g.* o lançamento de uma saída como "pagamento a fornecedor", com emissão de notas fiscais frias, sendo que o montante era desviado para outros fins).

Ou seja, a mera constatação de demonstrações financeiras que contenham informações inverídicas sobre a situação financeira da sociedade e suas operações é suficiente para que ela seja considerada falsa, independentemente da sua causa. Afinal, a computação desses elementos de forma equivocada gera a distorção sobre a situação financeira da sociedade e as suas atividades desempenhadas, impactando a decisão de agentes externos, como credores e investidores, bem como agentes internos, como visto anteriormente.

A análise sobre o ato do administrador – e a presença de uma conduta dolosa, comissiva ou omissa, ou de uma violação de um dever de diligência e vigilância – importa para a sua responsabilização no respectivo âmbito competente (penal, administrativo e civil) e não para a constatação de vício nas demonstrações financeiras.

Assim, para se dizer o óbvio: tendo em vista que falso é tudo aquilo que não é verdadeiro, uma demonstração financeira falsa é aquela que não retrata com fidedignidade a real situação financeira

da sociedade e as operações por ela efetuadas, independentemente do motivo.

2.2. O VÍCIO DE DELIBERAÇÃO E SUA NULIDADE: OBJETO ILÍCITO E EFEITOS QUE EXTRAPOLAM A ÓRBITA SOCIETÁRIA

Definido que as demonstrações financeiras e contas são falsas quando retratam uma situação financeira distinta da realidade, resta entender quais as consequências dessa constatação para a validade da deliberação que as aprovou.

Antes, no entanto, é importante fazer uma breve explicação sobre os tipos vícios que podem macular as deliberações assemblares, premissa importante para o raciocínio a ser construído.

Como bem explica Erasmo Valladão, o art. 286 da LSA confunde, em sua redação, os três tipos vícios que podem acometer uma deliberação assemblear, isto é, o (i) da assembleia, que pode ter sido irregularmente convocada ou instalada; o (ii) da própria deliberação, cujo objeto pode ter violado a lei ou estatuto; e o (iii) de voto, que pode ser eivado de erro, dolo, fraude ou simulação.[315]

Essa confusão é observada não apenas no art. 286 da LSA, mas também no art. 134, §3º da LSA. Afinal, as únicas hipóteses que a lei elenca para excetuar o efeito exoneratório decorrente do *quitus* são as hipóteses de "*erro, dolo, fraude ou simulação*", que tratam apenas de vícios de voto.[316] No entanto, se fossemos levar a interpretação meramente literal desse artigo, a companhia jamais teria legitimidade

315 *Cf.* FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Aspectos atuais das sociedades por quotas. Invalidade das deliberações sociais. *In*: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Temas de direito societário, falimentar e teoria da empresa**. São Paulo: Malheiros, 2009, p. 536-537: "*Porque confunde três espécies diferentes de vícios. Primeiro, os vícios da própria assembleia, que pode ter sido irregularmente convocada ou instalada. Qual a consequência desse vício? É a anulação de todas as deliberações.* (...) *Segundo vício: vício das próprias deliberações, que podem ter violado a lei ou o estatuto. E se uma deliberação apenas é inválida, nem por isso as outras o serão.* (...) *E, por final, o último vício regulado nesse artigo é o vício do voto, que – este, sim – pode ter sido eivado de erro, dolo, fraude ou simulação*".

316 *Cf.* FRANÇA, 2017, p. 129-134.

para ajuizar uma ação anulatória de deliberação assemblear por vício de voto e, consequentemente, não conseguiria responsabilizar o administrador em legitimidade ordinária.[317]

Em outras palavras, a sociedade se veria impedida de ajuizar a ação de responsabilidade contra o administrador a não ser que um acionista tomasse a iniciativa prévia de anular a deliberação assemblear que aprovou as contas e as demonstrações financeiras para que, aí então, a companhia pudesse exercer seu direito e ajuizar a ação de responsabilidade contra o administrador (ação social *ut universi*). Ou, então, contar com o ajuizamento de uma ação social *ut singuli*[318] – isto é, em substituição processual a companhia (LSA, art. 159, §§ 3º e 4º) –, o que é ainda mais complexo ao se considerar que a

317 Como explica Erasmo Valladão, a deliberação assemblear é um ato colegiado que, diferentemente do que ocorre em um contrato, não há troca de manifestações de vontade, mas sim uma convergência da vontade da maioria dos sócios em um sentido. Essas manifestações de vontade convergentes dos sócios se fundem em ato de uma só pessoa, isto é, na formação da vontade de um sujeito, que é a pessoa jurídica. Assim, a deliberação assemblear é a exteriorização da vontade da própria companhia. Até por ser um ato da própria companhia, inexiste controvérsia sobre a sua legitimidade passiva em qualquer ação de anulação de deliberação assemblear. Por isso, na hipótese de uma ação de responsabilização de administrador ajuizada pela companhia – e não como uma ação derivada, em que o acionista atua como legitimado extraordinário –, a necessidade de acumular as duas demandas implicaria colocar a companhia tanto no polo ativo quanto passivo da demanda anulatória e indenizatória. *Cf. Ibid.*, p. 203: "*É exatamente por tudo isso que a companhia é - sem qualquer controvérsia a respeito - a parte passiva nas ações que visam à anulação das deliberações de suas assembleias. Se a deliberação é imputável à companhia, como se viu - e não à maioria dos votantes na assembleia -, parte passiva para a ação de anulação daquele ato só pode ser a sociedade, e não os seus sócios. Vai daí que, se a companhia é a parte passiva 'ad causam' nas ações de anulação das deliberações de suas assembleias, não poderia ela - salvo evidente agressão à lógica - ser, ao mesmo tempo, a parte ativa em tal demanda. Constituiria um rematado absurdo jurídico, com efeito, pudesse a companhia figurar, simultaneamente, nos polos ativo e passivo da ação de anulação*".

318 Com relação à ação social *ut singuli* contra o administrador, alguns autores diferenciam as ações previstas nos §§ 3º e 4º do art. 159 da LSA, referindo-se à primeira como ação social substitutiva (ou por substituição processual derivada) e à segunda como ação social derivada (ou por substituição processual originária). É o caso da nomenclatura adotada por Marcelo von Adamek (ADAMEK, 2010, p. 366). Nelson Eizirik, por sua vez, intitula a ação do § 3º como ação social *ut singuli* derivada, e a do § 4º como ação social *ut singuli* originária (**A Lei das S/A Comentada**. 2. ed. rev. e ampl. São Paulo: Quartier Latin, 2015, v. 3, p. 185). Já Renato Berger adota a nomenclatura "*ações derivadas*", advinda do modelo norte-americano, para se referir a todas as ações em que os acionistas figurem como autores da demanda por direito que pertence à companhia (BERGER, 2023, p. 61-62).

legislação brasileira não é vista como a mais receptiva em termos de incentivos para o ajuizamento de ações contra o administrador.[319]

Esse fato já deixa claro que os arts. 134, § 3º e 286 da LSA devem ser interpretados levando-se em consideração a confusão feita pela lei quanto aos três tipos de vícios que maculam uma deliberação assemblear.

Para além disso, a lei traz uma outra questão: ao estabelecer apenas o prazo decadencial de dois anos para a anulação de deliberações assembleares, a lei acionária abre margem à constatação de deliberações assembleares não apenas anuláveis, mas também nulas?

Sobre esse ponto, Erasmo Valladão responde afirmativamente, estabelecendo o argumento pelo absurdo. Segundo o autor, caso não fossem admitidas deliberações nulas, isso implicaria que acionistas poderiam validar deliberações claramente ilegais e contrárias à ordem jurídica, como eleger estrangeiro em empresa jornalística, admitir capital estrangeiro acima do limite constitucional ou suprimir órgão obrigatório em sociedade de economia mista.[320] Afinal, passado

319 *Cf.* BERGER, 2023, p. 345-347 e 354.

320 *Cf.* FRANÇA, 2017, p. 84-85: "*O argumento decisivo, a nosso ver, porém, consiste na demonstração pelo absurdo. Se o regime de anulabilidades, adotado originariamente no Decreto-lei 2.627/1940 e repetido na Lei 6.404/1976, fosse aplicável a todo e qualquer vício das deliberações assembleares, aos acionistas seria permitida a produção dos efeitos jurídicos que bem entendessem caso nenhum deles viesse a impugnar o ato no prazo legalmente previsto. Vale dizer: 'a aplicação exclusiva do regime descrito às deliberações ilegais traria como consequência, em último termo, que os sócios das sociedades mercantis ficariam autorizados a pôr pura e simplesmente de lado toda a ordem jurídica!'. Isso significaria - para dar apenas alguns exemplos mais gritantes - que aos acionistas seria dado, em violação ao disposto no art. 222 da CF, eleger um estrangeiro para administrar e orientar intelectualmente uma empresa jornalística, ou modificar os estatutos desta para admitir um acionista pessoa jurídica de capital estrangeiro com mais de trinta por cento do capital social; ou, para ficar na própria Lei 6.404/1976, aos acionistas seria permitido modificar os estatutos de uma sociedade de economia mista para excluir a obrigatoriedade de conselho de administração, em infringência ao estabelecido no art. 239; ou, ainda, dispor de direitos de terceiros que mantivessem relações com a companhia. Nos exemplos apontados, portanto, se todos os acionistas estivessem concordes com as deliberações tomadas e se se aceitasse a tese segundo a qual a Lei 6.404/1976 teria criado um regime exclusivamente de anulabilidades, passado o prazo de dois anos para a impugnação (que só é concedida, em princípio, aos sócios), ou havendo renúncia a ele, ter-se-ia o absurdo de se verem convalidadas todas as aludidas agressões à ordem jurídica. Por aí se vê que essa tese é absolutamente insustentável*".

o prazo de dois anos sem qualquer ação anulatória, a deliberação se convalidaria.

É nesse ponto que entra a questão sobre as demonstrações financeiras inverídicas. Seguindo a lógica exposta acima (sobre os diferentes tipos de vícios), a constatação de uma demonstração financeira inverídica implicaria a nulidade – e não anulabilidade – da deliberação (e não de voto ou de assembleia), por duas razões independentes.

A primeira é que a deliberação que aprova balanço falso tem por objeto um ilícito.

Como visto, a elaboração de demonstrações financeiras ou prestações de contas com informações falsas ou incompletas configura crime, nos termos do art. 177, § 1º, do CP e art. 10 da Lei n.º 7.492/86. Nesse caso, a aprovação das demonstrações financeiras e das contas que posteriormente se descobre serem falsas, seja porque as informações estão incompletas ou são inverídicas, enseja um vício de deliberação e não de voto.

Tullio Ascarelli analisou essa questão no âmbito dos antigos arts. 101 e 156 do Decreto-Lei n.º 2.627/40, afastando a hipótese de vício de voto. Segundo o autor, se o objeto da deliberação configura um crime, trata-se de uma deliberação nula – e não anulável – e, portanto, não sujeita a prazo para sua declaração. Afinal, qualquer interpretação diferente levaria à conclusão de que uma deliberação com objeto ilícito se convalidaria, o que seria incompatível com o sistema de nulidade disposto no Código Civil.[321]

321 *Cf.* ASCARELLI, 1969, p. 374-375: "*O art. 156, § único, parece aventar esta hipótese dispondo que 'quando o objeto da deliberação constituir crime, o prazo da prescrição da ação civil será o da ação penal'. Parece, portanto, haver, a lei, não só reconhecido a possibilidade de um delito por parte da assembléia (v. art. 167) e - o que é óbvio - a prescritibilidade da ação penal, mas ter disposto que a ação civil para alegar a ilicitude do ato prescreve no mesmo prazo da ação penal. Isto importaria em reconhecer que, transcorrido o prazo para a prescrição, a deliberação, se bem que ilícita, torna-se válida. A deliberação, embora ilícita, não seria nula e sim anulável, ao contrário do que dispõem, em regra geral, os arts. 145 e 146 do Código Civil. Para evitar esta consequência, é mister interpretar a hipótese do art. 156, § único, do Decreto n.° 2.627, com referência não ao objeto criminoso da deliberação, mas à deliberação tomada em assembléia em seguida a um ato ilícito dos diretores. O vício da deliberação não residiria na ilicitude desta, mas no dolo dos diretores, em seguida às*

Nesse sentido, Wilson de Souza Campos Batalha menciona, em sua obra "Direito Processual Societário", alguns julgados em que a Corte de Cassação italiana declarou nula a deliberação que aprovou balanços falsos com base na ilicitude de objeto:

> A consciente e voluntária redação, por parte dos administradores de uma sociedade, de um balanço falso, ou seja, contendo fraudulenta exposição de fatos não correspondentes à verdade, ou à omissão de fatos relativos à situação patrimonial, torna nula a deliberação assemblear que aprova o próprio balanço, por ilicitude do objeto' (Corte de Cassação, Câmara I, 20.1.77). (...) 'A deliberação que aprova um balanço falso enquadra-se nas deliberações nulas por ilicitude de objeto' (Corte de Cassação, Câmara I, 15.6.59). Cf. Codice delle Società, cit., p. 494/499.[322]

É claro, portanto, que a ilicitude do objeto é um dos motivos que macula a deliberação e justifica a sua nulidade.

Esse argumento, no entanto, poderia abrir margem para questionamentos sobre o ato do administrador ter sido crime (e, portanto, demandar o elemento intencional). Por isso, há uma segunda

---

cujas declarações foi tomada; a deliberação, portanto, não seria, em si, ilícita, mas viciada por dolo. A hipótese do art. 156, § único, seria, por isso, a ventilada no art. 101 do Decreto n.° 2.627, cujo texto, com efeito, faz remissão ao art. 156. Se assim fôr, a deliberação da assembléia que, ao contrário, fôsse ilícita, seria, de conformidade com os princípios gerais, nula e a sua nulidade poderia ser sempre declarada de conformidade com o direito comum". Modesto Carvalhosa, em sentido diverso, defendia ser possível a aplicação do prazo prescricional da ação penal mesmo que o objeto da deliberação fosse crime: "*A regra era a seguinte*: *recebida a denúncia penal decorrente de ato societário também suscetível de ação anulatória cível (societária), a prescrição extintiva que prevalecia era a de natureza penal e não a prevista na lei societária. Tínhamos, assim, v.g., o prazo prescricional de três anos para anulação das deliberações sociais elencadas no art. 155. Se a mesma deliberação fosse objeto de ação penal instalada, por exemplo, falsificação de balanço, a prescrição extintiva da ação cível passaria automaticamente a ser regida pelo Código Penal, ou seja, em oito anos e não mais em três (arts. 177, VI, e 109, VI, do CP)*" (**Comentários à lei de sociedades anônimas.** São Paulo: Saraiva, 1998, v. 4, p. 449).

322 BATALHA, Wilson de Souza Campos. **Direito processual societário**. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 1985, p. 190-191.

razão, independentemente da anterior, para que a deliberação seja declarada nula: o fato de um balanço falso produzir efeitos que extrapolam da órbita societária, atingindo terceiros.

Isso porque, como visto anteriormente (*supra*, item 1.1), as demonstrações financeiras são usadas como base para a tomada de decisões importantes no mercado. Sua função não se limita a informar os acionistas sobre a situação econômica e patrimonial da companhia – o que é particularmente relevante diante da acentuada assimetria informacional decorrente da divisão de poderes e funções no âmbito societário –, mas também são relevantes para a tomada de decisões de agentes externos, como credores e investidores, especialmente na avaliação de risco de crédito. Isso é ainda mais patente no caso de companhias abertas – tanto que tal ato é visto como um crime contra o sistema financeiro nacional –, já que atinge a poupança popular e a credibilidade do mercado como um todo.[323]

E a projeção de efeitos que extrapolam da órbita societária é um dos requisitos apontados por Erasmo Valladão para diferenciar as hipóteses de nulidade das de anulabilidade.

Segundo o autor, "[n]*o que tange aos vícios das deliberações, deve-se distinguir entre (a) a deliberação que atinge ou é suscetível de atingir direitos ou interesses dos acionistas atuais ou futuros da companhia e (b) a deliberação que infringe direitos ou interesses que extravasem a orbita societária.* (...) *Relativamente a '(b)': (1º) é absolutamente nula a deliberação que atentar contra a ordem pública ou os bons costumes, ou contiver objeto impossível; (2°) e absolutamente nula a deliberação que infringir as disposições legais que têm por objeto a proteção de interesses*

323 *Cf.* VALVERDE, 1959, v. 3, p. 174: "*O prospecto (art. 40, II), o relatório da diretoria (art. 99, a), o parecer do Conselho Fiscal (art. 127, III), o balanço (arts. 129 e 135), são documentos que têm expressão e finalidade perfeitamente definidas na lei. São documentos que devem esclarecer os acionistas e terceiros sobre a situação real da sociedade. A obrigatoriedade da sua publicação pela imprensa poderá acarretar, não só para o acionista, como ainda para qualquer pessoa, prejuízos, se tais documentos contiverem afirmações falsas sobre as condições econômicas da sociedade, ou se omitirem fatos, a elas relativos, que, se conhecidos, impediriam a realização de prejuízos. A cotação das ações, partes beneficiárias, debêntures de uma companhia, sofre a influência da publicação daqueles documentos. Qualquer pessoa, portanto, ao adquirir ou vender tais títulos, pode ter sido por eles induzida a efetuar o negócio*".

de terceiros; (3°) é absolutamente nula a deliberação que objetivar dispor dos direitos de terceiros ou dos acionistas enquanto terceiros; (4º) é absolutamente nula a deliberação que atentar contra o interesse público; (5º) é ineficaz a deliberação que criar disciplina estatutária que afete os direitos dos credores titulares de partes beneficiárias e debêntures ou dos credores, em geral, diante de redução de capital, transformação ou cisão da companhia (v. subitem 19.2)".[324]

Em razão da produção de efeitos que um balanço tem para terceiros, Erasmo Valladão cita a deliberação que aprova um balanço falso como um exemplo de uma deliberação nula. Segundo o autor, "é *absolutamente nula a deliberação que viola as normas de proteção aos interesses de terceiros, como, por exemplo, a deliberação que aprova um balanço falso - o que, inclusive, constitui crime previsto no art. 177, VI, do CP. A deliberação que aprova um balanço falso não atinge apenas os direitos ou interesses dos sócios; ela atinge interesses de terceiros, que são os credores sociais; os quais serão fraudulentamente induzidos a crer que a situação da sociedade é uma quando, na realidade, é outra*".[325]

É claro, portanto, que, nessa hipótese, o vício é de deliberação – não de voto ou de assembleia – e implicaria a sua nulidade – e não mera anulabilidade –, de modo a afastar o prazo decadencial de dois anos disposto no art. 286 da LSA, nos termos do art. 169 do Código Civil.

3. IMPLICAÇÕES DA NULIDADE DA DELIBERAÇÃO PARA O EFEITO EXONERATÓRIO DO ART. 134, § 3º, DA LSA

Explicada a nulidade da deliberação, impõe-se entender as consequências dessa constatação para o efeito exoneratório recorrente

324 FRANÇA, 2017, p. 134-135.

325 FRANÇA, 2009, p. 542. Nesse mesmo sentido, vide: FRANÇA, 2017, p. 121-122: "*São radicalmente nulas, outrossim, as deliberações que infrinjam as disposições legais que têm por objeto a proteção de interesses de terceiros, tais como:* (...) *(2º) Aquelas que visam a assegurar a veracidade das demonstrações financeiras (arts. 176 a 188 da Lei 6.404/1976; CP, art. 177, § 1º, I).*"

do *quitus*: a nulidade da deliberação atingiria os efeitos *ex lege* do art. 134, § 3º da LSA?

Considerando que o *quitus* só se aperfeiçoa quando há aprovação simultânea das demonstrações financeiras e das contas dos administradores, conforme dispõe o art. 134, § 3º, da LSA (*supra*, item 1.1), entendemos que, com a nulidade daquela, desaparece o suporte fático necessário à produção do efeito exoneratório.

Nesse sentido, mesmo que fosse necessária uma ação tão somente para desconstituir os efeitos liberatórios do *quitus*,[326] essa ação seguiria o vício da deliberação, podendo ser desconstituída a qualquer tempo. Afinal, não faria sentido permitir a convalidação de um efeito *ex lege* que tem por base um ato declarado nulo.[327]

Um possível argumento contrário a essa conclusão seria o de que terceiros de boa-fé não podem ser atingidos pela declaração de nulidade. Contudo, não é possível afirmar que os administradores agiram de boa-fé sem a devida análise de sua conduta – matéria própria da ação de responsabilidade do administrador, e não da ação anulatória de deliberação assemblear. A aferição desse elemento deve ocorrer na demanda adequada, razão pela qual se impõe permitir o exame de mérito, o que restaria inviabilizado caso a pretensão de responsabilização fosse obstada pelo efeito exoneratório do *quitus* e

326 Como explicado na nota de rodapé nº 4, tendo em vista que a companhia não tem legitimidade ativa para configurar no polo ativo de uma ação anulatória de deliberação assemblear, Marcelo von Adamek defende que ela poderia retificar as demonstrações financeiras e ajuizar a ação contra os administradores para anular não a deliberação em si, mas sim os efeitos exoneratórios decorrentes do art. 134, § 3º da LSA (ADAMEK, 2010, p. 279).

327 A nulidade da deliberação que aprovou as contas e as demonstrações financeiras analisada neste artigo limita-se à produção do efeito exoneratório decorrente do art. 134, § 3º da LSA, de modo que nada se relaciona a produção de efeitos dessa nulidade para deliberações assembleares conexas. Até porque, uma das hipóteses que poderia se levantar é sobre os dividendos recebidos pelos acionistas com base nesse balanço falso. O art. 287, II, 'c' da LSA, no entanto, estabelece um prazo prescricional de três anos para a restituição dos dividendos recebidos, contados da publicação da ata da assembleia-geral ordinária do exercício em que os dividendos tenham sido declarados, e coloca expressamente, como condição, o fato de eles terem sido recebidos de má-fé. Haveria, assim, a necessidade de se comprovar que o acionista sabia das declarações inverídicas.

pela aplicação do prazo decadencial de dois anos previsto no art. 286 da LSA.

Nesse sentido, ressalta-se que o direito societário assume um papel importante na redução dos custos de agência, de modo a proporcionar um ambiente em que haja a redução da assimetria de informações, de conflitos de interesses e de equilíbrio aos poderes-deveres concedidos aos administradores, o que inclui a criação de regras e procedimentos que facilitem o ajuizamento de ações contra agentes desonestos.[328]

Muito embora a responsabilidade constitua um dos principais mecanismos de equilíbrio dos poderes conferidos pela lei e pelo estatuto social, assegurando que seu exercício se dê em conformidade com o interesse social,[329] de pouco adiantaria a imposição de deveres e padrões de conduta se não fossem acompanhados de instrumentos eficazes de exigibilidade, dentre os quais se inclui a possibilidade de ajuizar pretensões contra administradores.

Diante disso, a interpretação proposta neste artigo sobre o efeito exoneratório previsto no art. 134, § 3º da LSA é uma forma de se atender ao papel do direito societário de redutor dos custos de agência – já que balanceia os poderes atribuídos pela lei e pelo estatuto social aos administradores com uma ameaça efetiva da responsabilização pela violação aos seus deveres –, e elimina a possibilidade de que o

328 *Cf.* ARMOUR; HANSMANN; KRAAKMAN, 2017, p. 29: "*Law can play an important role in reducing agency costs. Obvious examples are rules and procedures that enhance disclosure by agents or facilitate enforcement actions brought by principals against dishonest or negligent agents. Paradoxically, mechanisms that impose constraints on agents' ability to exploit their principals tend to benefit agents as much as – or even more than – they benefit the principals. The reason is that a principal will be willing to offer greater compensation to an agent when the principal is assured of performance that is honest and of high quality*"; e BERGER, 2023, p. 90 (nesse trecho, o autor estabelece que as ações derivadas são formas de lidar com o conflito de agência entre acionista e controlador, e acionista e administrador).

329 *Cf.* ADAMEK, Marcelo Vieira von. Responsabilidade Civil dos Administradores de Sociedades no Direito Brasileiro. *In*: COELHO, Fábio Ulhoa; RIBEIRO, Maria de Fátima (coords.). **Questões de direito societário em Portugal e no Brasil**. Coimbra: Almedina, 2012, p. 94: "*a responsabilidade interna constitui critério de balanceamento dos poderes atribuídos pela lei e pelo contrato social aos administradores, assegurando que o seu exercício seja corretamente direcionado para a consecução do interesse social*".

agente se aproveite da própria torpeza, desincentivando a ocultação ou manipulação de informações.

Essa conclusão não implica que o administrador ficará suscetível indefinidamente a demandas indenizatórias. Afinal, este artigo trata apenas sobre a impossibilidade de se convalidar deliberações que tenham aprovado demonstrações financeiras inverídicas, e não sobre a responsabilidade do administrador. Este continuará submetido ao prazo prescricional do art. 287, II, 'b', 2 da LSA, com a possibilidade de se aplicar a causa impeditiva do art. 288 da LSA, caso a demanda seja fundada em um ato penalmente tipificado.[330] A constatação da nulidade, portanto, apenas admite que, seguindo a interpretação majoritária atual, essa pretensão não esteja limitada ao prazo de dois anos do art. 286 da LSA.

CONCLUSÃO

Este artigo analisou o vício que macula a deliberação que aprovou demonstrações financeiras inverídicas e suas implicações para o efeito exoneratório decorrente do art. 134, § 3º da LSA.

Demonstrou-se que uma demonstração financeira inverídica é aquela que contém informações incompletas, tendenciosas e com erros e omissões, de modo a não retratar, fidedignamente, as operações realizadas e a verdadeira situação financeira da companhia.

A deliberação assemblear que aprova tal demonstração financeira é nula por dois motivos independentes: pela ilicitude de objeto da deliberação e pela produção de efeitos que extrapolam da órbita societária.

Considerando que, para que o efeito exoneratório previsto no art. 134, § 3º da LSA, é necessária a aprovação tanto das contas dos administradores quanto das demonstrações financeiras, a nulidade

330 *Cf.* TAMASHIRO, Larissa Sayuri Tavares. **Prescrição da ação de responsabilidade civil de administrador e controlador de sociedade anônima à luz dos arts. 287, II, 'b', 2, e 288 da LSA**. 299 p. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2025, p. 181-272.

desta implica o desaparecimento do suporte fático que gera a exoneração do administrador.

Desse modo, mesmo com a adoção da posição majoritária no sentido de que a prévia anulação judicial da deliberação que aprovou as demonstrações financeiras é condição *sine qua non* para a ação de responsabilidade do administrador, é possível que a sociedade e seu acionista ajuízem a ação de responsabilidade do administrador mesmo após o prazo de dois anos do art. 286 da LSA – mas dentro do prazo prescricional do art. 287, II, 'b', 2 da LSA em conjunto com o art. 288 do mesmo diploma –, já que, nessa hipótese, o vício de deliberação implica sua nulidade, podendo ser alegada a qualquer tempo.

Resolve-se, assim, os casos em que o administrador intencionalmente ocultou ou manipulou as informações contábeis, por meio de uma interpretação que, sem negar vigência ao art. 134, § 3º da LSA, impede que o agente se beneficie da própria torpeza e fortalece o papel do direito societário como redutor de custos de agência.

REFERÊNCIAS

ADAMEK, Marcelo Vieira von; ADAMEK, Carlos Vieira von. O alcance extintivo do 'quitus' diante da recente decisão do Superior Tribunal de Justiça: comentários ao Recurso Especial 1.741.338-SP. *In:* CUEVA, Ricardo Villas Bôas; DIDIER JR., Fredie (org.). **Processo Civil Empresarial e o Superior Tribunal de Justiça**. 1. ed. São Paulo: Juspodivm, 2021, v. 1, p. 465-496.

ADAMEK, Marcelo Vieira von. **Responsabilidade civil dos administradores de S/A e as ações correlatas**. 1. ed. São Paulo: Saraiva, 2010.

ADAMEK, Marcelo Vieira von. Responsabilidade Civil dos Administradores de Sociedades no Direito Brasileiro. *In:* COELHO, Fábio Ulhoa; RIBEIRO, Maria de Fátima (coords.). **Questões de direito societário em Portugal e no Brasil**. Coimbra: Almedina, 2012, p. 89-130.

ARMOUR, John; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier; PARGENDLER, Mariana. What is Corporate Law? *In*: KRAAKMAN *et al*. **Anatomy of corporate law**. 3. ed. Oxford, 2017, p. 1-28.

ARMOUR, John; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. Agency Problems and Legal Strategies. *In*: KRAAKMAN *et al*. **Anatomy of corporate law**. 3. ed. Oxford, 2017, p. 29-48.

ASCARELLI, Tullio. **Problemas das sociedades anônimas e direito comparado**. São Paulo: Saraiva, 1969.

BATALHA, Wilson de Souza Campos. **Direito processual societário**. Rio de Janeiro: Forense, 1985.

BERGER, Renato. **As Ações Derivadas no Direito Societário**. São Paulo: Quartier Latin, 2023.

BORBA, José Edwaldo Tavares. **Prazo de prescrição da ação de responsabilidade civil de administrador cujas contas tenham sido aprovadas sem ressalvas**. *In*: VENÂNCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; e ROSMAN, Luiz Alberto Colonna (coords.). **Lei das S.A. em seus 40 anos**. 1. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 521-533.

BOTTINI, Pierpaolo Cruz. **Crimes de omissão imprópria**. 1. ed. São Paulo: Marcial Pons, 2018.

BRASIL. Projeto de Lei n.º 2.925, de 02 de junho de 2023. Disponível em: https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra?codteor=2284015&filename=PL%202925/2023. Acesso em: 25 jun. 2025

BRASIL. Projeto de Lei n.º 3.899, de 2012. Disponível em: https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra?codteor=3037278&filename=Tramitacao-PL%203899/2012. Acesso em: 21 nov. 2025.

BULGARELLI, Waldírio. **Manual das Sociedades Anônimas**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 1987.

BULHÕES PEDREIRA, José Luiz; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. Aprovação das demonstrações financeiras, tomada de contas dos administradores e seus efeitos. *In*: CASTRO, Rodrigo Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (coords.). **Sociedade anônima: 30 anos da Lei 6.404/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2007, p. 41-63.

BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. Exercício social e demonstrações financeiras. *In*: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (coords.). **Direito das Companhias**. 2. ed. atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 1083-1107.

CAHALI, Yussef Said. **Prescrição e decadência**. 2. ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2012.

CÂMARA LEAL, Antônio Luís da. **Da prescrição e da decadência: teoria geral do direito civil**. Rio de Janeiro: Forense, 1959.

CARPENTER, Luiz Frederico Sauerbronn. **Da prescrição: (Artigos 161 a 179 do Código Civil)**. 3. ed. Rio de Janeiro: Editôra Nacional de Direito, 1958, v. 1.

CARVALHO DE MENDONÇA, José Xavier. **Tratado de direito comercial brasileiro**. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1959, v. 4.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas.** São Paulo: Saraiva, 1998, v. 4.

COMPARATO, Fabio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. 6. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2014.

EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. 2. ed. rev. e ampl. São Paulo: Quartier Latin, 2015, v. 3.

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

ESTELLITA, Heloisa. **Responsabilidade penal de dirigentes de empresas por omissão**. 1. ed. São Paulo: Marcial Pons, 2017.

FERREIRA, Waldemar. **Tratado de sociedades mercantis**. 4. ed. rev. e aum. Rio de Janeiro: Livraria Freitas Bastos S.A., 1952, v. 3.

FISCHER, Brenno. **A prescrição nos tribunais**. Rio de Janeiro: José Konfino, 1957, v. 1.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Aspectos atuais das sociedades por quotas. Invalidade das deliberações sociais. *In*: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Temas de direito**

societário, falimentar e teoria da empresa. São Paulo: Malheiros, 2009, p. 531-547.

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. São Paulo: Malheiros, 2017.

GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz; LGOW, Carla Wainer Chalréo. **Anulação de deliberações assembleares (artigo 286 da Lei das S.A.): prescrição ou decadência?** *In:* BODIN DE MORAES, Maria Celina; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz; SOUZA, Eduardo Nunes de (coords.). **A Juízo do Tempo: estudos atuais sobre prescrição**. Rio de Janeiro: Processo, 2019, p. 405.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Sociologia do poder na sociedade anônima. **Revista de Direito Mercantil**, São Paulo, v. 77, p. 50-56, jan./mar., 1990.

JACKSON, Eugenia; WILSON, Sarah. **Directors' Liability Discharge Proposals-The Implications for Shareholders**. 2008. Disponível em: https://ssrn.com/abstract=1156817. Acesso em: 20 mar. 2025

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. **Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure.** Journal of Financial Economics, v. 3, 1976, p. 305-360.

LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. **A Lei das S.A.** 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, v. 2.

LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. Efeitos da Aprovação das Contas e das Demonstrações Financeiras das Companhias. *In*: KUYEN, Luiz Fernando Martins (coord.). **Temas Essenciais de Direito Empresarial - Estudos em Homenagem a Modesto Carvalhosa**. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 413-436.

MARTINS-COSTA, Judith. **O 'princípio da unicidade da interrupção': notas para a interpretação do inciso I do art. 202 do Código Civil**. *In:* BODIN DE MORAES, Maria Celina; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz; SOUZA, Eduardo Nunes de (coords.). **A juízo do tempo: estudos atuais sobre prescrição**. Rio de Janeiro: Processo, 2019, p. 185-200.

MATIELI, Louise Vago. **Análise funcional do artigo 200 do Código Civil**. *In:* BODIN DE MORAES, Maria Celina; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz; SOUZA, Eduardo Nunes de (coords.). **A Juízo do Tempo: estudos atuais sobre prescrição**. Rio de Janeiro: Processo, 2019, p. 231-271.

MAXIMILIANO, Carlos. **Hermenêutica e Aplicação do Direito**. 20. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2021.

NEVES, Julio Gonzaga Andrade. **Prescrição no Direito Civil Brasileiro: Natureza Jurídica e Eficácia**. 2019. 281 f. Tese (Doutorado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2019.

OECD. **Private Enforcement of Shareholder Rights: A Comparison of Selected Jurisdictions and Policy Alternatives for Brazil**. Disponível em: https://www.oecd.org/en/publications/private-enforcement-of-shareholder-rights_5ec8b8d7-en.html. Acesso em: 14 dez. 2024.

PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. **Tratado de Direito Privado**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2013, t. 6.

SAVIGNY, Friedrich Karl von. **Sistema del derecho romano actual**. Trad. Jacinto Mesía, Manuel Poley. Madrid: F. Góngora y Compañia, 1879, v. 4.

SIMÃO, José Fernando. **Prescrição e decadência: início dos prazos**. São Paulo: Atlas, 2013.

STJ, AgRg no Ag n.º 640.050/RS, Rel. Min. Luis Felipe Salomão, Quarta Turma, j. 19/5/2009, DJe 1/6/2009, *v.u.*

STJ, REsp n.º 1.224.159/SP, Rel. Min. Raul Araújo, Quarta Turma, j. 21/9/2021, DJe 26/10/2021, *v.u.*

STJ, REsp n.º 1.313.725/SP, Rel. Min. Ricardo Villas Bôas Cueva, Terceira Turma, j. 26/6/2012, DJe 29/6/2012, *v.u.*

STJ, REsp n.º 1.515.710/RJ, Rel. Min. Marco Aurélio Bellizze, Terceira Turma, j. 12/5/2015, DJe 2/6/2015, *v.u.*

STJ, REsp n.º 1.741.338/SP, Rel. Min. Nancy Andrighi, Terceira Turma, j. 26/6/2018, DJe 29/6/2018. *v.u.*

STJ, REsp n.º 256.596/SP, Rel. Min. Nancy Andrighi, relator para acórdão Min. Antônio de Pádua Ribeiro, Terceira Turma, j. 8/5/2001, DJ 18/6/2001, p. 150, *n.v.*

STJ, REsp n.º 257.573/DF, Rel. Min. Waldemar Zveiter, relator para acórdão Min. Ari Pargendler, Terceira Turma, j. 8/5/2001, DJ 25/6/2001, p. 172, *n.v.*

STJ, AgRg no Ag n.º 950104/DF; Rel. Min. Massami Uyeda, Terceira Turma, j. 19/03/2009, DJ 30/03/2009, *v.u.*

TAMASHIRO, Larissa Sayuri Tavares. **Prescrição da ação de responsabilidade civil de administrador e controlador de sociedade anônima à luz dos arts. 287, II, 'b', 2, e 288 da LSA**. 299 p. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2025.

THEODORO JÚNIOR, Humberto. **Prescrição e Decadência**. 3. ed. rev., atual. e ampl. Rio de Janeiro: Forense, 2024.

TJSP, Ag. n.º 2238189-39.2017.8.26.0000, Rel. Des. Cesar Ciampolini, 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, j. 29/08/2018, DJe 31/08/2018, *v.u.*

VALVERDE, Trajano de Miranda. **Sociedades por ações**. Rio de Janeiro: Forense, 1959, v. 2

VALVERDE, Trajano de Miranda. **Sociedades por ações**. Rio de Janeiro: Forense, 1959, v. 3

VIO, Daniel; SASSERON, Adriano. Contas, Quitus e Responsabilidade dos Administradores. *In*: YARSHELL, Flávio Luiz; SETOGUTI, Guilherme (coords.). **Processo Societário**. São Paulo: Quartier Latin, 2021, v. 4, p. 189-230.

WIEDEMANN, Herbert. Excerto do 'Direito Societário I – Fundamentos'. Trad. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França. *In*: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (coord.). **Direito Societário Contemporâneo I**. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 11-24.

A DESCONSIDERAÇÃO DA PERSONALIDADE JURÍDICA DE EMPRESAS EM PROCESSO FALIMENTAR

PIERCING THE CORPORATE VEIL OF COMPANIES IN BANKRUPTCY PROCEEDINGS

Vida Catarina Silva Vasconcelos (Pontifícia Universidade Católica de São Paulo)[331]

Resumo: O presente artigo examina a evolução legislativa e jurisprudencial da desconsideração da personalidade jurídica de empresas em processo falimentar, com foco na tensão entre a reforma promovida pela Lei nº 14.112/2020 e a competência para processamento da desconsideração da personalidade jurídica das empresas falidas. Analisa-se as alterações introduzidas pelos artigos 6º-C e 82-A da Lei de Recuperação e Falência (LRF), que buscaram restringir a aplicação da teoria menor da desconsideração e reforçar a competência do juízo universal da falência. O estudo demonstra que, embora a intenção legislativa tenha sido a de uniformizar e tornar mais técnica a aplicação do instituto, a jurisprudência tem caminhado para outro entendimento, gerando conflitos de competência e esvaziando a competência universal.

Palavras-chave: Desconsideração da personalidade jurídica; falência; responsabilidade de sócios; teoria menor; juízo universal; Lei 14.112/2020.

Abstract: This article examines the legislative and jurisprudential development of the piercing of the corporate veil in bankruptcy proceedings, focusing on the tension between the reform enacted by Law n. 14.112/2020 and the current understanding adopted by

331 Advogada. Graduada em Direito pela Universidade Federal da Bahia. L.L.M em Direito Empresarial pela Fundação Getúlio Vargas. Pós-graduada em Direito Contratual pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo.

part of the Brazilian courts, especially the Labor Courts. The study analyzes the amendments introduced by Articles 6º-C and 82-A of the Brazilian Bankruptcy Law, which aim to restrict the application of the so-called "lesser theory" of disregard and reinforce the jurisdiction of the universal bankruptcy court. The research shows that, despite the legislative intent to standardize and formalize the use of the institute, case law continues to reproduce previous practices, resulting in jurisdictional conflicts and legal uncertainty for shareholders and creditors.

Keywords: Piercing of the Corporate Veil; bankruptcy; shareholder liability; lesser theory; universal jurisdiction; Law 14.112/2020.

Sumário: 1. Introdução; **2.** A responsabilização dos sócios, administradores e controladores na falência; 2.1. Breve contextualização; 2.2. A extensão dos efeitos da falência e a jurisprudência sobre a responsabilização antes da Lei 14.112/2020; **3.** A desconsideração da personalidade jurídica no âmbito da falência; 3.1. O instituto da desconsideração: análise do art. 50 do Código Civil; 3.2. A Disciplina da Desconsideração na Lei de Recuperação e Falência: Art. 82-A e 6º-C; 3.3. A Aplicação da Teoria Menor e o Princípio do Juízo Universal da Falência; **4.** Tensão entre o Atual Entendimento Jurisprudencial e a Intenção Legislativa da Reforma; **5.** Conclusão.

1. INTRODUÇÃO

A separação entre a pessoa jurídica e as pessoas naturais que a compõem constitui fundamento central do direito empresarial, funcionando como instrumento de estímulo ao investimento e à organização da atividade econômica. Em contrapartida, o ordenamento jurídico prevê mecanismos de responsabilização excepcional dos sócios e administradores quando houver abuso da personalidade jurídica, sendo a desconsideração da personalidade jurídica o principal instrumento para tanto.

No contexto de falência, essa discussão adquire contornos específicos, vez que se entrelaça com a execução coletiva do passivo, com o princípio da universalidade do juízo falimentar e com a lógica do concurso entre credores. Durante anos, a jurisprudência brasileira admitiu a extensão dos efeitos da falência a sócios, administradores e empresas do mesmo grupo com base em construções jurisprudenciais e na aplicação do instituto da desconsideração. Essa prática, embora eficaz na repressão a fraudes, gerou confusão conceitual entre institutos distintos e insegurança jurídica para os envolvidos.

A reforma introduzida pela Lei 14.112/2020 buscou delimitar com maior clareza os limites materiais e procedimentais da desconsideração da personalidade jurídica no âmbito da LRF, especialmente por meio dos artigos 6º-C e 82-A. A intenção legislativa foi fortalecer a autonomia patrimonial, coibir a banalização da desconsideração e preservar a ordem e a isonomia no processo falimentar. Contudo, a jurisprudência recente tem revelado certa resistência a essa diretriz, especialmente no âmbito da Justiça do Trabalho, gerando tensões entre o intento normativo de uniformização e sua aplicação prática.

O presente artigo analisa essa tensão entre norma e jurisprudência, revisitando os fundamentos doutrinários e legais da desconsideração da personalidade jurídica no regime falimentar, e confrontando-os com as decisões judiciais mais recentes, a exemplo do Conflito de Competência n. 200.775/SP julgado pelo STJ.

2. A RESPONSABILIZAÇÃO DOS SÓCIOS, ADMINISTRADORES E CONTROLADORES NA FALÊNCIA

2.1. BREVE CONTEXTUALIZAÇÃO

A pessoa jurídica consiste na atribuição de personalidade a determinado ente abstrato, formado pelo agrupamento de homens, para fins específicos, ao qual se concede capacidade para exercer

direitos e contrair obrigações no mundo jurídico[332]. Sua origem remonta ao direito romano, e se deu em resposta ao desenvolvimento econômico dos povos e a necessidade de organização e agrupamento para realização de fins coletivos[333].

Em seu surgimento, essas associações possuíam um caráter muito mais prático do que teórico, com o objetivo de atribuir uma personalidade jurídica ao coletivo, distinta da dos indivíduos que a compunham, permitindo que agissem no comércio, na gestão de bens e no cumprimento de obrigações. Da criação de um ente personalizado abstrato diferente daqueles que o formam surgiu também a separação entre as responsabilidades da pessoa jurídica e as responsabilidades de seus sócios e administradores. Ou seja, a personalidade jurídica, como entidade autônoma, tem seus próprios direitos e deveres, distintos dos direitos e deveres dos sócios e administradores, que, em regra, não se confundem com os da pessoa jurídica (art. 49-A do Código Civil).

O Código Civil determina os tipos de pessoa jurídica, sendo que a este artigo interessa as sociedades empresárias, que são um meio de desenvolver atividades econômicas[334], buscando a obtenção e divisão dos ganhos havidos nessa exploração, na forma determinada pelo art. 981 do Código Civil.

Nas sociedades empresárias, a separação de responsabilidades entre a pessoa jurídica e as pessoas físicas que a compõem não significa uma imunidade dos sócios e administradores a responder por dívidas da empresa. Essa separação depende do tipo societário escolhido, e a atribuição de responsabilidade a quem controla ou gerencia uma empresa é fundamental especialmente em situações como a falência e no contexto da desconsideração da personalidade jurídica – que são objeto deste estudo.

---

332 GOMES, Orlando. **Introdução ao direito civil**. Coordenador e atualizador Edvaldo Brito; atualizadora Reginalda Paranhos de Brito, 22ª ed., Rio de Janeiro: Forense, 2019, p. 134.

333 STOLZE, Pablo; PAMPLONA FILHO, Rodolfo. **Novo Curso de Direito Civil: Parte Geral**, 27ª. ed. São Paulo: Saraiva Jur, 2025, p. 163.

334 TOMAZETTE, Marlon. **Curso de Direito Empresarial**: Teoria Geral e Direito Societário, v. 1, 12ª ed., São Paulo: Saraiva Educação, 2021, p. 235.

Especificamente quanto à falência, tem-se que esta produz efeitos sobre o falido e seus bens e, mesmo com a proteção dada à personalidade jurídica da empresa, a falência também pode alcançar, em alguns dos seus efeitos, os sócios, administradores e ou controladores da empresa e seus bens, independentemente do tipo societário[335].

A responsabilidade dos sócios, administradores e controladores no âmbito da falência passou por importante evolução no ordenamento jurídico brasileiro.

Conforme leciona Marcelo Sacramone[336], o artigo 6º da Lei nº 2.024/1908[337] e, posteriormente, o artigo 6º do Decreto nº 5.746/1929[338], que revogou o dispositivo anterior, determinavam que a falência da sociedade resultava na responsabilidade pessoal e solidária de todos os seus sócios. Narra Sacramone que essas disposições foram alvo de críticas na doutrina da época, porque, uma vez que a pessoa

335 SIMIONATO. Frederico Augusto Monte. **Tratado de Direito Falimentar**. Rio de Janeiro: Forense, 2008, p. 463.

336 SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Comentários à lei de recuperação de empresas e falência**, 3ª ed., São Paulo: SaraivaJur, 2022, p. 423.

337 *"Art. 6º. A fallencia da sociedade acarreta a de todos os socios pessoal e solidariamente responsaveis. Incorrem em fallencia, tambem, os socios que se retiraram da sociedade, embora com resalva dos outros socios, sem consentimento expresso de todos os credores então existentes, salvo si estes fizeram com os socios, que ficaram na sociedade sob a mesma ou outra firma, ou que individualmente assumiram as responsabilidades sociaes, novação do contracto, ou si continuaram a negociar com a sociedade ou com os socios successores, indicando ter confiança no seu credito.*
§ 1º Nas sociedades em conta de participação sómente os socios ostensivos e gerentes podem ser declarados fallidos.
§ 2º Os socios commanditarios comprehendidos nos termos do art. 314 do Codigo Commercial não incidem nos effeitos da fallencia, mas respondem solidariamente com o fallido por todas as obrigações sociaes."

338 *"Art. 6º A fallencia da sociedade acarreta a dos socios pessoal e solidariamente responsaveis, mesmo os que della se houverem despedido, pelas obrigações contrahidas até esse momento, salvo si passados forem dous annos da retirada ou si os credores expressamente consentirem nella, fizerem novação de contracto ou continuarem a negociar com os socios remanescentes ou com a sociedade, sob a mesma firma ou firma nova.*
§ 1º Nas sociedades em conta de participação sómente os socios ostensivos e gerentes podem ser declarados fallidos.
§ 2º Os socios commaditarios comprehendidos nos termos do art. 314 do Codigo Commercial não incidem nos effeitos da fallencia, mas respondem solidariamente com o fallido por todas as obrigações sociaes."

jurídica possuía uma personalidade distinta dos sócios, as obrigações contraídas deveriam ser de responsabilidade exclusiva da empresa, sendo os sócios responsáveis de forma subsidiária apenas pelas dívidas dessa. Também havia críticas quanto à falência "por extensão", já que os sócios, embora afetados pela falência da sociedade, não desenvolviam atividades comerciais em nome próprio e, portanto, não poderiam ser considerados comerciantes[339].

Como atualização legislativa, o artigo 5º do Decreto-Lei nº 7.661/45[340] alterou a abordagem, deixando de decretar a falência dos sócios e estabelecendo sua responsabilidade pelos efeitos da falência. Embora não fossem declarados falidos, os sócios poderiam ter seus bens arrecadados para a liquidação das obrigações, caso os bens da sociedade fossem insuficientes para tal.

Já a atual Lei de Recuperação Judicial e Falências ("LRF") estipula, em seu artigo 81, que a falência da sociedade acarreta a falência dos sócios ilimitadamente responsáveis, os quais devem ser citados no pedido de falência para apresentarem sua contestação, caso desejem. Nesse contexto, podem ser considerados sócios ilimitadamente responsáveis aqueles em sociedades em comandita simples, sociedades em comandita por ações, sociedades em nome coletivo e sociedades em comum. A falência desses sócios independe de demonstração de fraude ou confusão patrimonial, bastando que

339 VALVERDE, Trajano de Miranda. **Comentários à Lei de Falências**, v. 1, 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 1954, p. 77.

340 "*Art. 5°. Os sócios solidária e ilimitadamente responsáveis pelas obrigações sociais não são atingidos pela falência da sociedade, mas ficam sujeitos aos demais efeitos jurídicos que a sentença declaratória produza em relação à sociedade falida. Aos mesmos sócios, na falta de disposição especial desta lei, são extensivos todos os direitos e, sob as mesmas penas, tôdas as obrigações que cabem ao devedor ou falido.*
Parágrafo único. O disposto neste artigo aplica-se ao sócio de responsabilidade solidária que há menos de dois anos se tenha despedido da sociedade, no caso de não terem sido solvidas, até a data da declaração da falência, as obrigações sociais existentes ao tempo da retirada. Não prevalecerá o preceito, se os credores tiverem consentido expressamente na retirada, feito novação, ou continuado a negociar com a sociedade, sob a mesma ou nova firma".

haja impontualidade nas obrigações, execução frustrada ou prática de ato falimentar que leve à decretação da falência[341].

2.2 A EXTENSÃO DOS EFEITOS DA FALÊNCIA E A JURISPRUDÊNCIA SOBRE A RESPONSABILIZAÇÃO ANTES DA LEI 14.112/2020

Decretada a falência, a LRF determina que o empresário individual falido, os sócios com responsabilidade ilimitada e os administradores e controladores da sociedade empresarial falida sujeitam-se, pessoalmente, com maior ou menor intensidade, a certas restrições e obrigações que, descumpridas, podem acarretar sanções de ordem administrativa, processual ou criminal[342].

Os artigos 6º, § 6º, II; 25; 99, III; 102 e 104 da referida lei são exemplos de restrições, sanções, direitos e obrigações impostas ao falido. A decretação da falência acarreta restrições temporárias a direitos, que perduram enquanto durar o processo falimentar. Dentre essas limitações estão a proibição de administrar ou dispor livremente de seus bens (art. 103 da LRF), a vedação ao exercício de atividade empresarial (art. 102 da LRF); e de certas profissões regulamentadas, como leiloeiro (art. 3º, c, do Dec. n. 21.981, de 19/10/1932) e corretor de seguros (art. 3º, d, da Lei n. 4.594/1964); bem como a impossibilidade de exercer tutela ou curatela (CC, arts. 1.735, I, e 1.774).

Além disso, impõe-se ao falido o dever de permanecer no local onde se processa a falência, salvo autorização judicial ou motivo justificado (art. art. 104, III da LRF). A legislação também estabelece uma série de deveres pessoais, como a entrega de bens, documentos e lista de credores, bem como a adoção de condutas que assegurem o bom andamento do processo, conforme previsto nos artigos 102 a 104 da Lei nº 11.101/2005.

341 SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Comentários à lei de recuperação de empresas e falência**, Op. cit, p. 425.

342 NEGRÃO, Ricardo. **Falência e recuperação de empresas**: aspectos objetivos da Lei n. 11.101/2005, 7ª ed. São Paulo: SaraivaJur, 2022, p. 31.

Ainda, explica Ricardo Negrão[343] que a decretação da falência implica o afastamento do empresário da posse e administração de seus bens, os quais passam a compor a massa falida, sendo arrecadados para a satisfação dos credores. Essa medida, contudo, não representa a perda do direito de propriedade, mas apenas uma limitação temporária ao exercício da disponibilidade dos bens, restrita à duração do processo falimentar. Trata-se de uma aplicação da teoria da responsabilidade patrimonial, segundo a qual o devedor responde com a totalidade de seus bens – presentes e futuros – pelo adimplemento de suas obrigações, conforme dispõe o art. 789 do Código de Processo Civil. A medida visa garantir a efetividade da execução coletiva e a preservação do interesse dos credores durante o processo[344].

Apesar de toda esta previsão legislativa, como sinalizado anteriormente, pela letra da lei os efeitos decorrentes da decretação da falência eram aplicáveis tão somente à sociedade falida, ao empresário individual e aos sócios de responsabilidade ilimitada. Não havia – até a reforma promovida pela Lei nº 14.112, de 2020 – hipótese de atribuição de responsabilidade aos sócios, administradores ou controladores das sociedades de responsabilidade limitada, como o caso das sociedades limitadas ou anônimas. Também não havia previsão de extensão dos efeitos da falência a outras empresas do mesmo grupo econômico.

Este era um grande problema, porque, embora o artigo 81 da LRF seja expresso quanto à extensão dos efeitos da falência exclusivamente aos sócios de sociedades de responsabilidade ilimitada, havia casos de abuso da personalidade jurídica com intenção clara de fraudar os credores promovidos por sócios de empresas de responsabilidade limitada. Por exemplo, casos em que há maliciosa transferência de patrimônio da sociedade falida para os sócios ou para empresas do mesmo grupo econômico.

343 NEGRÃO, Ricardo. **Falência e recuperação de empresas**: aspectos objetivos da Lei n. 11.101/2005, 7ª ed. São Paulo: SaraivaJur, 2022, p. 31.

344 NEGRÃO, Ricardo. **Falência e recuperação de empresas**: aspectos objetivos da Lei n. 11.101/2005, 7ª ed. São Paulo: SaraivaJur, 2022, p. 33.

Para suprir este silêncio legislativo, o Superior Tribunal de Justiça passou a autorizar a aplicação dos requisitos previstos no art. 50 do Código Civil, relativos à desconsideração da personalidade jurídica, para estender os efeitos da falência às sociedades de responsabilidade limitada, seus sócios, administradores, controladores e empresas do mesmo grupo econômico. E criou-se, com isso, uma solução jurisprudencial para vedar os abusos cometidos nos casos de empresas de responsabilidade limitada.

No Recurso Especial n. 1.266.666/SP[345], o Superior Tribunal de Justiça (STJ), sob a relatoria da Ministra Nancy Andrighi, reconheceu a possibilidade de extensão dos efeitos da falência a pessoas físicas e jurídicas que, embora não fossem sócias da empresa falida, integravam grupo econômico e atuaram em conluio para desviar seu patrimônio. No caso concreto, houve a realização de operações formalmente lícitas, mas substancialmente fraudulentas, para desviar o patrimônio da empresa em situação pré-falimentar para outras empresas do mesmo grupo econômico, evitando que os bens da empresa falida fossem arrecadados no processo falimentar para responder pelas dívidas. Diante desta situação, o STJ entendeu que é legítima a atuação inovadora do Judiciário (porque à época inexistia previsão legal) para responsabilizar os envolvidos e proteger os credores, por meio da desconsideração da personalidade jurídica da empresa falida, estendendo-se os efeitos da falência para as empresas do mesmo grupo econômico envolvidas nas operações fraudulentas, e também admitiu que administrador não sócio, no caso, o contador que exercia gestão efetiva, fosse alcançado pelo decreto de falência.

O entendimento adotado pelo STJ e replicado pela jurisprudência pátria, no entanto, refletia uma certa confusão entre os institutos da extensão dos efeitos da falência e da desconsideração da personalidade jurídica, na medida em que se utilizava da desconsideração da personalidade jurídica, medida excepcional aplicável em casos de

345 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Recurso Especial n. 1.266.666/SP**. Relatora: Ministra Nancy Andrighi. Terceira Turma. Julgado em 25 ago. 2011. Diário da Justiça Eletrônico, Brasília, DF, 25 ago. 2011.

abuso ou confusão patrimonial, para viabilizar a arrecadação de ativos dos acionistas, membros do conselho e administradores de sociedades de responsabilidade limitada para venda no processo de falência e pagamento dos credores[346], e também acarretava a restrição de diversos direitos e imposição de obrigações, como as anteriormente descritas, para além dos meros efeitos patrimoniais da desconsideração.

3. A DESCONSIDERAÇÃO DA PERSONALIDADE JURÍDICA NO ÂMBITO DA FALÊNCIA

3.1 O INSTITUTO DA DESCONSIDERAÇÃO: A TEORIA MENOR E A TEORIA MAIOR

Antes de tratar da evolução legislativa a respeito da extensão dos efeitos da falência e da desconsideração, convém esclarecer sobre o incidente de desconsideração da personalidade jurídica.

Trata-se de instituto que teve sua origem na práticajurisprudencial, como resposta aos abusos da personalidade jurídica. É dizer, a separação entre os patrimônios e a limitação de responsabilidades incentivou o desenvolvimento econômico, mas também possibilitou a prática de atividades fraudulentas com propósito lesivo a terceiros, por meio das empresas[347]. Como resposta, houve inicialmente a vedação jurisprudencial à estas práticas abusivas, com a criação da desconsideração da personalidade jurídica, que ganhou posterior sistematização doutrinária[348].

346 OZI, Fábio Teixeira; BESERRA, Mariana Leoni. **O incidente de desconsideração da personalidade jurídica e a extensão dos efeitos da falência**. In: MARTINS, André Chateaubriand; RICUPERO, Marcelo Sampaio Goés (coord.). **Nova Lei de Recuperação Judicial**, 1ª ed. São Paulo: Almedina, 2021, pp. 271-272.

347 RODRIGUES FILHO, Otávio Joaquim. **Desconsideração da personalidade jurídica e processo**: de acordo com o Código de Processo Civil de 2015. São Paulo: Malheiros, 2016, pp. 43-44.

348 Explica Guilherme Rossini Martins que o caso paradigmático ocorreu em Londres, na Inglaterra, denominado "Salmon vs. Salmon&Co" em 1897, e posteriormente o primeiro trabalho que tentou oferecer uma sistematização da teoria da desconsideração foi a tese de doutorado de Rolf Serik, denominada "Forma e realidade da pessoa jurídica", defendida na Universidade de Tuvigen, na Alemanha, em 1953. In:

No Brasil, Rubens Requião foi o primeiro doutrinador a tratar do tema, no artigo "Abuso de direito e fraude através da personalidade jurídica (*disregard doctrine*)", por meio do qual esclarece que o instituto da *'disregard doctrine'* não visa a anular a personalidade jurídica, mas sim desconsiderar no caso concreto, dentro de seus limites, a pessoa jurídica, em relação às pessoas ou bens que atrás dela se escondem[349].

Atualmente, o instituto encontra-se positivado no art. 50 do Código Civil, cuja redação foi profundamente alterada pela Lei nº 13.874, de 2019 ("Lei da Liberdade Econômica"). Pela disposição legislativa, uma vez constatado o abuso da personalidade jurídica, que é caracterizado pelo desvio de finalidade ou pela confusão patrimonial, o magistrado pode autorizar a desconsideração, para que os efeitos de certas e determinadas obrigações sejam estendidos aos bens particulares de administradores ou de sócios da pessoa jurídica beneficiados direta ou indiretamente pelo abuso.

Os requisitos estabelecidos na legislação, demonstram a preocupação do legislador em assegurar o caráter extraordinário do remédio da desconsideração, estabelecendo pressupostos definidos e efeitos específicos[350]. O primeiro deles é o desvio de finalidade, verificado quando há o desvirtuamento das funções que a pessoa jurídica foi constituída para exercer, com comprometimento da sua autonomia[351], visando lesar credores e para a prática de atos ilícitos de qualquer natureza. Nesse sentido, Gustavo Tepedino destaca que o ato ilícito referido no parágrafo primeiro do art. 50 deve ser entendido

---

MARTINS, Guilherme Rossini. **A desconsideração da personalidade jurídica e seus aspectos processuais**. 2019, p. 177 f. Dissertação (Mestrado em Direito Processual) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2019, pp. 33-38.

349 REQUIÃO, Rubens. Abuso de direito e fraude através da personalidade jurídica (Disregard Doctrine). In: **Doutrinas Essenciais de Direito Civil**, v. 3. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2010. pp. 1239-1261.

350 Tepedino, Gustavo. **Fundamentos do direito civil:** teoria geral do direito civil, 5ª ed., rev., atual. e ampl. Rio de Janeiro: Forense, 2024, p. 124.

351 FRAZÃO, Ana. Desconsideração da personalidade jurídica e tutela de credores. In: Fábio Ulhoa Coelho; Maria de Fátima Ribeiro (coords.). **Questões de direito societário em Portugal e no Brasil**, Coimbra: Almedina, 2012, pp. 479-514.

como ato ilícito *lato sensu*, o que abrange o ato ilícito *stricto sensu* e o abuso do direito[352].

Já o segundo requisito trazido em lei, é a confusão patrimonial, traduzida pelo parágrafo segundo do art. 50 como a ausência de separação de fato entre os patrimônios, que pode ser verificada: (i) pelo cumprimento reiterado, pela sociedade, de obrigações do sócio ou administrador; (ii) pela transferência de ativos ou de passivos sem efetivas contraprestações, exceto os de valor proporcionalmente insignificante; ou (iii) em outros casos que se verifica a perda da autonomia patrimonial.

A Lei da Liberdade Econômica ainda trouxe os parágrafos quarto e quinto ao art. 50 do Código Civil, tratando expressamente que a existência de grupo econômico não autoriza, por si, a desconsideração da personalidade jurídica; e que não pode ser entendido como desvio de finalidade a expansão ou a alteração da finalidade original da atividade econômica específica da pessoa jurídica. Estas recentes alterações legislativas tiveram um propósito claro: ressaltar a excepcionalidade do remédio da desconsideração da personalidade jurídica, haja vista que a banalização do instituto ameaça indevidamente a livre iniciativa e a segurança jurídica[353].

Estes requisitos legais validam a teoria maior da desconsideração da personalidade jurídica que, segundo Márcio Souza Guimarães[354], exige requisitos mais rigorosos e objetivos, como a demonstração de fraude ou abuso na utilização da pessoa jurídica, de modo que eventos como a simples insuficiência patrimonial, a falência ou o inadimplemento não são, por si só, justificativas suficientes para a sua aplicação.

Ainda, o art. 28 do Código de Defesa do Consumidor ("CDC") traz a possibilidade de desconsideração da personalidade jurídica quando,

352 TEPEDINO, Gustavo. **Fundamentos do direito civil**: teoria geral do direito civil, 5ª ed., rev., atual. e ampl. Rio de Janeiro: Forense, 2024, p. 124.

353 TEPEDINO, Gustavo. **Fundamentos do direito civil: teoria geral do direito civil**, 5ª ed., rev., atual. e ampl. Rio de Janeiro: Forense, 2024, p. 125.

354 GUIMARÃES, Márcio Souza. Aspectos modernos da teoria da desconsideração da personalidade jurídica. **Revista da EMERJ**, Rio de Janeiro: EMERJ, 2004. p. 232-233.

em detrimento do consumidor, houver abuso de direito, excesso de poder, infração da lei, fato ou ato ilícito ou violação dos estatutos ou contrato social. O CDC permite também a desconsideração quando houver falência, estado de insolvência, encerramento ou inatividade da pessoa jurídica provocados por má administração. E o parágrafo quinto do referido diploma normativo autoriza a desconsideração sempre que sua personalidade for, de alguma forma, obstáculo ao ressarcimento de prejuízos causados aos consumidores.

Este parágrafo consagra a teoria menor da desconsideração da personalidade jurídica, que, segundo entendimento do Superior Tribunal de Justiça[355], constitui uma exegese autônoma, na medida em que não se subordina à demonstração dos requisitos previstos no caput do art. 28 do CDC, mas apenas impõe como requisito a prova de que a mera existência da pessoa jurídica causa obstáculo ao ressarcimento de prejuízos causados aos consumidores.

Ou seja, pela aplicação da teoria menor da desconsideração, é autorizada a responsabilização do sócio, administrador, controlador ou de outra empresa do mesmo grupo econômico pelas dívidas da sociedade quando esta se revela insolvente, bastando ao credor demonstrar a inexistência de bens sociais e a solvência do sócio, independentemente de comprovação de fraude ou abuso[356].

A regra é a aplicação da teoria maior da desconsideração da personalidade jurídica, de modo que a aplicação da teoria menor se restringe às relações de consumo, ambientais e trabalhistas.

355 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial n. 279.273/SP. Relator: Ministro Ari Pargendler. Relatora para o acórdão: Ministra Nancy Andrighi. Terceira Turma. Julgado em 4 dez. 2003. *Diário da Justiça*, Brasília, 29 mar. 2004.

356 SILVA, Osmar Vieira da. **Desconsideração da personalidade jurídica: aspectos processuais**. Rio de Janeiro: Renovar, 2002. (Série Biblioteca de Teses), p. 102-103.

3.2 A DISCIPLINA DA DESCONSIDERAÇÃO NA LEI DE RECUPERAÇÃO E FALÊNCIA: ART. 82-A DA LRF

Conforme explicado anteriormente, antes da Lei 14.112/2020, os tribunais pátrios utilizavam-se do incidente de desconsideração da personalidade jurídica para autorizar a extensão dos efeitos da falência aos sócios, administradores, controladores das sociedades de responsabilidade limitada, e ainda às demais empresas do mesmo grupo econômico. Esta prática demonstrava a clara confusão entre os institutos, porque a medida excepcional da desconsideração, prevista para hipóteses de abuso ou confusão patrimonial, passou a ser empregada para alcançar o patrimônio de sócios e administradores com vistas à sua arrecadação no processo falimentar, o que implicava não apenas consequências patrimoniais, mas também a indevida ampliação dos efeitos jurídicos da falência para além dos limites da própria desconsideração.

Diante desse cenário, para trazer maior segurança jurídica e regramento legal ao tema[357], a Lei 14.112/2020 incluiu o artigo 82-A à LRF, para vedar expressamente a extensão dos efeitos da falência, no todo ou em parte, aos sócios de responsabilidade limitada, controladores e administradores da sociedade falida, admitindo, no entanto, a desconsideração da personalidade jurídica, observados os requisitos estabelecidos no artigo 50 do Código Civil, bem como o procedimento previsto no Código de Processo Civil.

Segundo explica Sacramone[358], a atualização normativa visa a distinção entre a responsabilidade secundária dos sócios ilimitadamente responsáveis, prevista no art. 81 da LRF, e que exige que estes apenas sejam responsabilizados por dívidas contraídas

357 BRASIL. Câmara dos Deputados. **Projeto de Lei n. 6.229, de 2005**. Altera a Lei n. 11.101, de 9 de fevereiro de 2005, que regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária. Disponível em: https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra?codteor=1923. Acesso em: 14 maio 2025.

358 SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Comentários à lei de recuperação de empresas e falência**, op. cit, p. 431.

pela sociedade após terem sido esgotados todos os bens sociais; e a responsabilidade primária de sócios e administradores que causam prejuízos à sociedade. Nesse segundo caso, o art. 82 da LRF determina que os administradores e sócios de responsabilidade limitada poderão ter a responsabilidade pessoal em face dos prejuízos gerados à sociedade aferida pelo próprio Juiz Universal.

Esta responsabilização decorre do abuso da personalidade jurídica, com o descumprimento dos deveres sociais pelos sócios, administradores ou controladores; e para que possa ser indenizado, o terceiro prejudicado poderá pleitear – perante o juízo universal da falência – a responsabilização dos envolvidos pelo ressarcimento dos prejuízos sofridos, o que não implicará a extensão dos efeitos da falência a eles. É esta a previsão trazida no art. 82-A da LRF, que conferiu a possibilidade de que os terceiros prejudicados possam diretamente responsabilizar os sócios de responsabilidade limitada, os controladores e os administradores da sociedade falida beneficiados direta ou indiretamente pelo abuso de personalidade jurídica[359].

No entanto, há evidente distinção entre a responsabilização decorrente da desconsideração da personalidade jurídica daquela decorrente da extensão dos efeitos da falência. Isso porque, o caput do art. 50 do Código Civil limita a responsabilização a certas e determinadas obrigações, e com efeitos meramente patrimoniais. Ou seja, com a desconsideração da personalidade jurídica, atinge-se o patrimônio dos sócios, administradores que foram direta ou indiretamente beneficiados pelo abuso da personalidade jurídica no limite da fraude reconhecida pelo magistrado.

Difere-se, portanto, da extensão dos efeitos da falência, prevista no art. 81 da LRF e já tratada anteriormente, porque esta implica em restrições de direitos, para além da esfera patrimonial.

359 *Idem.*

3.3 A APLICAÇÃO DA TEORIA MENOR E O PRINCÍPIO DO JUÍZO UNIVERSAL DA FALÊNCIA: ART. 6º-C DA LRF

A alteração legislativa com vistas a distinguir a desconsideração da personalidade jurídica da extensão dos efeitos da falência é reforçada ainda pelo art. 6º-C da LRF, também inserido pela Lei n. 14.112, de 2020. Este diploma normativo afirma que é vedada a atribuição de responsabilidade a terceiros em decorrência do mero inadimplemento de obrigações do devedor falido ou em recuperação judicial, ressalvadas as garantias reais e fidejussórias, bem como as demais hipóteses previstas na própria LRF.

A intenção do legislador neste ponto foi de reforço normativo ao princípio da autonomia patrimonial das pessoas jurídicas, especialmente no âmbito da falência e da recuperação judicial.

Segundo Marcelo Sacramone, o intuito central da norma foi evitar que sócios, administradores ou controladores passem a responder pelas dívidas da sociedade falida apenas em razão do insucesso da atividade empresarial. Isso porque o sistema de insolvência parte do reconhecimento de que empreender é uma atividade inerentemente arriscada, cujo fracasso não deve, por si só, ensejar a imputação de responsabilidade pessoal a terceiros que atuaram de forma regular e de boa-fé[360].

Sacramone enfatiza ainda que a responsabilização secundária de sócios e administradores fora das hipóteses de fraude ou abuso comprometeria o próprio funcionamento do regime coletivo de insolvência, além de desestimular a livre iniciativa[361]. Ao beneficiar pontualmente alguns credores – em detrimento da *par conditio creditorum* –, essa prática comprometeria o propósito do sistema falimentar e desincentivaria a negociação coletiva, elemento fundamental para a maximização dos ativos e a redução de custos da insolvência.

360 *Idem*, p. 120.
361 *Idem*, p. 120.

Nesse mesmo sentido, entende Fábio Ulhoa Coelho que a proibição legal (de atribuição de responsabilidade a terceiros em decorrência do mero inadimplemento de obrigações do devedor falido) alcança as obrigações de todas as ordens: trabalhistas, tributárias, comerciais, ambientais, consumeristas etc, de modo que afasta a chamada teoria menor[362].

Sob o prisma destes doutrinadores, tem-se que o juízo da falência seria o universal para o processamento da desconsideração da personalidade jurídica de sócios, administradores e controladores das empresas submetidas ao processamento da falência. Isso porque, para eles, todas as ações referentes aos bens, interesses e negócios da massa falida devem ser processadas e julgadas pelo juízo perante o qual tramita o processo de execução concursal por falência. É a chamada aptidão atrativa do juízo falimentar, ao qual conferiu a lei a competência para conhecer e julgar todas as medidas judiciais de conteúdo patrimonial referentes ao falido ou à massa falida[363].

Manoel Justino Bezerra Filho, por sua vez, destaca que o art. 6º-C tem como alvo direto práticas como as observadas na Justiça do Trabalho, onde frequentemente se admite a desconsideração da personalidade jurídica com fundamento exclusivo no inadimplemento[364] e aplicação da teoria menor, acima explanada. A norma, portanto, visa deixar claro que a falência ou recuperação judicial, por si sós, não autorizam a afetação do patrimônio de sócios ou gestores, sendo imprescindível a demonstração dos requisitos legais, especialmente os previstos no art. 50 do Código Civil.

O autor entende que o art. 6º-C, em leitura conjunta com o art. 82-A da LRF, autoriza o juízo da falência a decretar a desconsideração, desde que observados os parâmetros do Código Civil. Mas, para

362 COELHO, Fábio Ulhoa. **Comentários à Lei de falências e de recuperação de empresas** [livro eletrônico], 5ª ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021.

363 COELHO, Fábio Ulhôa. **Comentários à nova Lei de Falências e de Recuperação de Empresas**. 6ª ed. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 199.

364 BEZERRA FILHO, Manoel Justino, et. al. **Lei de recuperação de empresas e falência:** Lei 11.101/2005: comentada artigo por artigo, 8ª ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2025 [livro eletrônico].

ele, essa mesma limitação material se estende a qualquer outro ramo jurisdicional que eventualmente venha a analisar pedidos de responsabilização de terceiros no contexto da insolvência[365]. Ou seja, entende que é possível o processamento de incidentes de desconsideração da personalidade jurídica contra empresas em falência por outros juízos, que não apenas o falimentar.

Dessa forma, tem-se que a inserção do art. 6º-C na LRF, em sintonia com o art. 82-A e com os princípios que regem a teoria maior da desconsideração da personalidade jurídica, representou um avanço normativo na delimitação da responsabilização excepcional de sócios, administradores e controladores no procedimento falimentar.

Ao reforçar a autonomia patrimonial e vedar a responsabilização baseada unicamente no inadimplemento, o legislador buscou coibir o uso indiscriminado da teoria menor, especialmente por outros ramos do Judiciário, como o trabalhista. No entanto, apesar da intenção clara de sistematização e segurança jurídica, a doutrina e a jurisprudência recente têm revelado certa resistência ou releitura dessas diretrizes legislativas – o que suscita importantes tensões interpretativas entre a letra da reforma e sua aplicação prática, especialmente no que se refere à competência do juízo universal para processamento do incidente de desconsideração da personalidade jurídica. Essas contradições são objeto de análise no tópico seguinte.

4. TENSÃO ENTRE O ATUAL ENTENDIMENTO JURISPRUDENCIAL E A INTENÇÃO LEGISLATIVA DA REFORMA

Como demonstrado até aqui, a reforma introduzida pela Lei nº 14.112/2020 buscou, de forma clara, reforçar os limites materiais e procedimentais da desconsideração da personalidade jurídica nos contextos de falência e recuperação judicial, especialmente por meio dos arts. 6º-C e 82-A da LRF. O objetivo do legislador foi preservar a autonomia patrimonial e assegurar que a responsabilização de

365 *Ibidem*.

sócios, administradores e controladores ocorra somente mediante a verificação de abuso, nos termos do art. 50 do Código Civil, e com observância ao procedimento previsto nos arts. 133 e seguintes do CPC.

Estas medidas refletem ainda o princípio da universalidade da competência do juízo falimentar, compreendido como o foro centralizador das pretensões dos credores e da massa patrimonial. Esse princípio busca ordenar a satisfação dos créditos e conter a tendência natural à corrida ao Judiciário, incentivada pela lógica do *prior in tempore potior in jure* (ou *first come, first served*)[366].

Esta competência universal do juízo, no entanto, não atrai a competência para o processamento de bens não listados no plano de recuperação judicial, nos termos do enunciado de Súmula 480 do STJ[367]. Esta súmula tem sido utilizada por parte da jurisprudência trabalhista para justificar o prosseguimento de execuções contra sócios ou empresas do mesmo grupo da devedora, muitas vezes com fundamento apenas na insolvência – o que resulta na aplicação da teoria menor da desconsideração da personalidade jurídica, mesmo após as alterações promovidas na LRF anteriormente analisadas.

Essa dissociação entre a intenção legislativa e a prática jurisprudencial tornou-se especialmente visível com a decisão proferida no Conflito de Competência n. 200.775/SP, julgado pela Segunda Seção do Superior Tribunal de Justiça em 2024[368]. Na ocasião, a Ministra Nancy Andrighi defendeu que, após a decretação da falência, a competência para processar o incidente caberia exclusivamente ao juízo falimentar, responsável por centralizar todos os atos que afetam

366 FRANCO, Vera Helena de Mello; STAJN, Rachel. **Falência e recuperação da empresa em crise:** comparação com as posições do direito europeu. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

367 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Súmula n. 480**. O juízo da recuperação judicial não é competente para decidir sobre a constrição de bens não abrangidos pelo plano de recuperação da empresa. Disponível em: https://scon.stj.jus.br/SCON/sumanot/toc.jsp?livre=%28sumula%20adj1%20%27480%27%29.sub. Acesso em: 18 jun. 2025.

368 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Conflito de Competência n. 200.775/SP**. Rel. Min. Nancy Andrighi, 2ª Seção, julgado em 11/09/2024, DJe 11 set. 2024.

o patrimônio da empresa e assegurar a paridade entre os credores, preservando a ordem do concurso universal. No entanto, este não foi o entendimento majoritário.

A Corte, por maioria apertada, concluiu que o art. 82-A, parágrafo único da LRF, não estabelece uma regra de competência exclusiva do juízo falimentar para processar o incidente de desconsideração da personalidade jurídica, mas apenas impõe ao juízo falimentar – se for este o foro onde instaurado o pedido – a obrigação de observar os requisitos materiais e processuais do instituto. Na prática, esse entendimento permite que a Justiça do Trabalho continue a instaurar e julgar tais incidentes fora do juízo universal, mesmo que os bens atingidos pertençam a sócios da falida.

Essa posição, embora fundada em uma interpretação estrita da literalidade do dispositivo, compromete os objetivos da reforma legislativa e, conforme aponta Juliana Garcia[369], promove uma fragmentação dos efeitos da insolvência que desorganiza o concurso de credores, esvazia o princípio da *par conditio creditorum* e fragiliza a eficácia dos mecanismos de recuperação ou liquidação ordenada do passivo.

A própria matéria institucional publicada pelo STJ sobre o tema ("Em busca da recuperação: os conflitos sobre quem decide o destino do patrimônio da empresa"[370]) destaca que esses conflitos entre os ramos do Judiciário têm sido recorrentes, criando insegurança jurídica tanto para credores quanto para empresários. Segundo o Tribunal, o número de conflitos de competência tem aumentado à medida que decisões da Justiça do Trabalho determinam a constrição de bens de sócios de empresas em recuperação ou falência, com base

369 GARCIA, Juliana Silva. **A desconsideração da personalidade jurídica na falência e recuperação judicial: impactos da interpretação do art. 82-A da Lei nº 11.101/05 pelas Cortes Superiores**. Revista de Direito da ADVOCEF, ano XX, n. 37, p. 85-106, out. 2024.

370 Disponível em: https://www.stj.jus.br/sites/portalp/Paginas/Comunicacao/Noticias/Em-busca-da-recuperacao-os-conflitos-sobre-quem-decide-o-destino-do-patrimonio-da-empresa.aspx. Acesso em: 18 de jun. 2025.

em fundamentos que ignoram os limites impostos pelos arts. 6º-C e 82-A da LRF.

O resultado prático dessa interpretação é a criação de um concurso paralelo de credores em múltiplos juízos, comprometendo a isonomia entre credores e o equilíbrio entre o risco empresarial e a responsabilidade dos sócios. Ainda que os créditos trabalhistas detenham privilégio na ordem de pagamento, esta superioridade material não pode justificar o esvaziamento da via concursal nem a construção de um regime autônomo de execução à margem do juízo universal, sob pena de esfacelamento da lógica sistêmica da insolvência empresarial.

Diante desse quadro, torna-se evidente que há uma tensão normativa e institucional entre a intenção unificadora da reforma e a prática jurisprudencial fragmentada, que se mantém especialmente na Justiça do Trabalho. Essa cisão compromete a efetividade do sistema falimentar, gera insegurança jurídica e impõe aos sócios – inclusive ex-sócios – o ônus da instabilidade interpretativa, sem que tenham participado de atos abusivos ou fraudulentos.

5. CONCLUSÃO

A evolução normativa promovida pela Lei 14.112/2020 representou um avanço relevante na sistematização da desconsideração da personalidade jurídica no contexto da falência. Ao prever, nos arts. 6º-C e 82-A da LRF, a vedação à responsabilização automática de sócios e administradores e a exigência de observância dos requisitos do art. 50 do Código Civil, o legislador buscou reequilibrar o sistema, reforçando a segurança jurídica, o contraditório e a excepcionalidade do instituto, bem como vedar a extensão dos efeitos da falência a sócios, administradores e controladores de sociedades com responsabilidade limitada.

Não obstante, a análise da jurisprudência recente demonstra que o intento legislativo ainda encontra barreiras em sua efetivação prática. A manutenção de decisões que autorizam a desconsideração

com base na simples insuficiência patrimonial, especialmente fora do juízo falimentar, evidencia uma persistente resistência institucional à internalização da reforma. Tal cenário gera insegurança jurídica, fragmentação da execução coletiva e enfraquecimento do concurso de credores.

A efetividade do novo regime dependerá, portanto, da consolidação jurisprudencial do entendimento de que a desconsideração da personalidade jurídica, mesmo nos ramos especializados do judiciário, deve observar os requisitos legais e tramitar preferencialmente no juízo universal da falência, a fim de preservar a lógica sistêmica do processo concursal. Mais do que uma disputa de competência, o tema revela um embate entre racionalidades jurídicas e econômicas que exigirá maturidade institucional para alcançar equilíbrio entre a efetividade da cobrança e a integridade do sistema falimentar.

REFERÊNCIAS

BEZERRA FILHO, Manoel Justino et al. **Lei de recuperação de empresas e falência: Lei 11.101/2005: comentada artigo por artigo**. 8. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2025. [livro eletrônico].

BRASIL. Câmara dos Deputados. P**rojeto de Lei n. 6.229, de 2005**. Altera a Lei n. 11.101, de 9 de fevereiro de 2005. Disponível em: https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra?codteor=1923620&filena9%2F2005. Acesso em: 14 maio 2025.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Conflito de Competência n. 200.775/SP**. Rel. Min. Nancy Andrighi, 2ª Seção, julgado em 11 set. 2024. DJe 11 set. 2024. Disponível em: https://processo.stj.jus.br/processo/pesquisa/?termo=CC+200775. Acesso em: 18 jun. 2025.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Recurso Especial n. 1.266.666/SP**. Rel. Ministra Nancy Andrighi. Terceira Turma. Julgado em 25 ago. 2011. Diário da Justiça Eletrônico, Brasília, DF, 25 ago. 2011.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Recurso Especial n. 279.273/SP**. Rel. Min. Ari Pargendler. Rel. p/ o acórdão Min. Nancy Andrighi. Terceira Turma. Julgado em 4 dez. 2003. Diário da Justiça, Brasília, 29 mar. 2004.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Súmula n. 480. **O juízo da recuperação judicial não é competente para decidir sobre a constrição de bens não abrangidos pelo plano de recuperação da empresa**. Disponível em: https://scon.stj.jus.br/SCON/sumanot/toc.jsp?livre=%28sumula%20adj1%20%27480%27%29.sub. Acesso em: 18 jun. 2025.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Comentários à Lei de falências e de recuperação de empresas** [livro eletrônico]. 5. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021.

COELHO, Fábio Ulhôa. **Comentários à nova Lei de Falências e de Recuperação de Empresas**. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2009.

FRANCO, Vera Helena de Mello; STAJN, Rachel. **Falência e recuperação da empresa em crise: comparação com as posições do direito europeu**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

FRAZÃO, Ana. **Desconsideração da personalidade jurídica e tutela de credores**. In: COELHO, Fábio Ulhoa; RIBEIRO, Maria de Fátima (coords.). Questões de direito societário em Portugal e no Brasil. Coimbra: Almedina, 2012. p. 479–514.

GARCIA, Juliana Silva. **A desconsideração da personalidade jurídica na falência e recuperação judicial: impactos da interpretação do art. 82-A da Lei nº 11.101/05 pelas Cortes Superiores**. Revista de Direito da ADVOCEF, Salvador, ano XX, n. 37, p. 85–106, out. 2024.

GOMES, Orlando. **Introdução ao direito civil**. Coord. Edvaldo Brito; atual. Reginalda Paranhos de Brito. 22. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2019.

GUIMARÃES, Márcio Souza. **Aspectos modernos da teoria da desconsideração da personalidade jurídica**. Revista da EMERJ, Rio de Janeiro: EMERJ, 2004. p. 232–233.

MARTINS, Guilherme Rossini. **A desconsideração da personalidade jurídica e seus aspectos processuais**. 2019. 177 f. Dissertação (Mestrado em Direito Processual) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2019. p. 33-38.

NEGRÃO, Ricardo. **Falência e recuperação de empresas: aspectos objetivos da Lei n. 11.101/2005**. 7. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2022.

OZI, Fábio Teixeira; BESERRA, Mariana Leoni. **O incidente de desconsideração da personalidade jurídica e a extensão dos efeitos da falência**. In: MARTINS, André Chateaubriand; RICUPERO, Marcelo Sampaio Goés (coords.). **Nova Lei de Recuperação Judicial**. 1. ed. São Paulo: Almedina, 2021. p. 271-272.

REQUIÃO, Rubens. **Abuso de direito e fraude através da personalidade jurídica (Disregard Doctrine)**. In: Doutrinas Essenciais de Direito Civil, v. 3. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2010. p. 1239-1261.

RODRIGUES FILHO, Otávio Joaquim. **Desconsideração da personalidade jurídica e processo: de acordo com o Código de Processo Civil de 2015**. São Paulo: Malheiros, 2016. p. 43-44.

SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Comentários à lei de recuperação de empresas e falência**. 3. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2022.

SILVA, Osmar Vieira da. **Desconsideração da personalidade jurídica: aspectos processuais**. Rio de Janeiro: Renovar, 2002. (Série Biblioteca de Teses). p. 102-103.

SIMIONATO, Frederico Augusto Monte. **Tratado de Direito Falimentar**. Rio de Janeiro: Forense, 2008.

STOLZE, Pablo; PAMPLONA FILHO, Rodolfo. **Novo curso de direito civil: parte geral**. 27. ed. São Paulo: Saraiva Jur, 2025.

TEPEDINO, Gustavo; OLIVA, Milena Donato. **Fundamentos do direito civil: teoria geral do direito civil**. 5. ed., rev., atual. e ampl. Rio de Janeiro: Forense, 2024.

TOMAZETTE, Marlon. **Curso de Direito Empresarial: teoria geral e direito societário**. v. 1. 12. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2021.

VALVERDE, Trajano de Miranda. **Comentários à Lei de Falências**. v. 1. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1954.

SUPERIOR TRIBUNAL DE JUSTIÇA. **Em busca da recuperação: os conflitos sobre quem decide o destino do patrimônio da empresa**. Superior Tribunal de Justiça, Brasília, 14 fev. 2024. Disponível em: https://www.stj.jus.br/sites/portalp/Paginas/Comunicacao/Noticias/Em-busca-da-recuperacao-os-conflitos-sobre-quem-decide-o-destino-do-patrimonio-da-empresa.aspx. Acesso em: 18 jun. 2025.

UMA GUINADA NA ABORDAGEM DA REGULAÇÃO FINANCEIRA NO BRASIL: A REFORMA DO CAPITAL MÍNIMO E A TRANSIÇÃO PARA UMA REGULAÇÃO BASEADA EM ATIVIDADES

A SHIFT IN THE APPROACH TO FINANCIAL REGULATION IN BRAZIL: THE MINIMUM CAPITAL REFORM AND THE TRANSITION TO ACTIVITY-BASED REGULATION

Victor Chang Almeida Carvalho (Universidade de São Paulo)[371]

Resumo: O presente artigo examina a formação de assimetrias regulatórias no setor financeiro a partir das ideias desenvolvidas por Fernando Restoy sobre a distinção entre regulação baseada em atividade e regulação baseada em entidade. Essa estrutura teórica fornece critérios para identificar quando diferenças de tratamento regulatório refletem riscos efetivamente distintos e quando resultam de padrões históricos que já não correspondem ao funcionamento atual do mercado. A partir desse referencial teórico, analisa-se a Resolução Conjunta nº 14 do Conselho Monetário Nacional e do Banco Central do Brasil, que reformula o regime de capital mínimo aplicável às instituições financeiras e demais entidades autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil. O objetivo do artigo é avaliar em que medida essa reforma representa avanço na direção de um modelo regulatório mais funcional, ao deslocar o foco do tipo institucional para as atividades efetivamente desempenhadas pelas instituições. Ao mesmo tempo, examinam-se criticamente os critérios quantitativos adotados na definição dos novos requisitos de capital mínimo e seus possíveis efeitos sobre a dinâmica concorrencial do setor financeiro, especialmente no que se refere à entrada de novos agentes e à contestabilidade do mercado. A análise demonstra que, embora a

371 Mestrando em Direito Comercial pela Universidade de São Paulo (USP), graduado em Direito pela Universidade do Estado da Bahia (UNEB). Advogado da prática de Bancário, Operações e Serviços Financeiros do Lefosse Advogados.

transição para uma regulação baseada em atividades represente avanço conceitual relevante, a calibragem dos requisitos de capital mínimo desempenha papel decisivo para evitar que instrumentos prudenciais se convertam, inadvertidamente, em barreiras regulatórias à entrada de novos agentes no sistema financeiro.

Palavras-chave: Assimetria regulatória; Regulação baseada em entidade; Regulação baseada em atividade; Level playing field; Capital mínimo; Inovação financeira; Regulação prudencial.

Abstract: This paper examines the formation of regulatory asymmetries in the financial sector through the analytical framework developed by Fernando Restoy, particularly the distinction between activity-based regulation and entity-based regulation. This conceptual framework provides criteria for identifying when differences in regulatory treatment reflect genuinely distinct risk profiles and when they instead derive from historical regulatory patterns that no longer correspond to the functional reality of contemporary financial markets. Building on this theoretical perspective, the paper analyses the Joint Resolution No. 14, issued by the National Monetary Council and the Central Bank of Brazil, which reformulates the minimum capital requirements applicable to financial institutions and other entities authorized to operate within the financial system. The study evaluates the extent to which this reform represents progress toward a more functional regulatory model by shifting the focus from institutional categories to the activities effectively performed by regulated entities. At the same time, the paper critically examines the quantitative criteria used to determine the new minimum capital thresholds and their potential effects on the competitive dynamics of the financial sector, particularly regarding market entry and market contestability. The analysis demonstrates that, although the transition to an activity-based regulatory framework represents an important conceptual advancement, the calibration of minimum capital requirements plays a decisive role in ensuring that prudential

instruments do not inadvertently become regulatory barriers to the entry of new participants in the financial system.

Keywords: Regulatory asymmetry; Activity-based regulation; Entity-based regulation; Level playing field; Minimum capital requirements; Financial innovation; Prudential framework.

Sumário: 1. Introdução. **2.** Breves considerações sobre regulação financeira. **3.** O estado da arte no Brasil e a Resolução Conjunta nº 14. **4.** A guinada na abordagem regulatória. **5.** O *trade-off* entre estabilidade e inovação. **6.** Considerações finais.

1. INTRODUÇÃO

A transformação tecnológica do sistema financeiro nas últimas décadas tem colocado em evidência uma tensão central da regulação financeira contemporânea: como preservar a estabilidade do sistema sem impedir a entrada de novos modelos institucionais e tecnológicos no mercado financeiro. O crescimento de *fintechs* e plataformas digitais passou a desafiar os modelos regulatórios tradicionais, historicamente estruturados a partir da tipologia institucional das entidades reguladas, revelando limites importantes de regimes regulatórios concebidos para um sistema financeiro predominantemente bancário.

Nesse contexto, a distinção proposta por Fernando Restoy entre regulação baseada em entidade e regulação baseada em atividade oferece instrumento analítico relevante para compreender quando diferenças de tratamento regulatório refletem riscos efetivamente distintos e quando produzem assimetrias regulatórias injustificadas. Essa questão ganha particular relevância no caso brasileiro com a edição da Resolução Conjunta nº 14 do Conselho Monetário Nacional e do Banco Central do Brasil, que reformula o regime de capital mínimo aplicável às instituições autorizadas a funcionar no sistema financeiro.

As reflexões de Fernando Restoy em *Fintech regulation: how to achieve a level playing field*[372] surgem como importante referência teórica nesse debate, pois oferecem uma estrutura conceitual capaz de explicar de maneira precisa a formação de assimetrias regulatórias e seus efeitos sobre o mercado. Para o autor, a distinção entre regulação baseada em atividade e regulação baseada em entidade constitui elemento central para compreender quando diferenças de tratamento regulatório são justificadas ou quando representam desequilíbrios que distorcem o ambiente competitivo.

A partir dessa distinção, Restoy demonstra que o objetivo de promover um *level playing field* não corresponde a impor regras uniformes a todos os agentes, mas sim a calibrar a regulação conforme a natureza dos riscos, evitando tanto a sub-regulação de agentes relevantes quanto a sobrerregulação de participantes inovadores e especializados.

No Brasil, esse debate ganha especial relevância diante da edição da Resolução Conjunta nº 14 pelo Conselho Monetário Nacional ("CMN") e pelo Banco Central do Brasil ("BCB"). A norma introduz modificações significativas no regime de capital mínimo aplicável às instituições financeiras e às demais entidades autorizadas a funcionar, deslocando o foco do tipo institucional para as atividades efetivamente desempenhadas.

A Exposição de Motivos da Resolução Conjunta nº 14 evidencia que o modelo anterior havia se tornado descolado da realidade, gerando inconsistências, assimetrias regulatórias e possibilidades de arbitragem que comprometiam a proporcionalidade e a racionalidade do sistema. Ao reestruturar os critérios de acesso sob uma lógica funcional, a resolução se insere em movimento mais amplo de modernização regulatória.

Este artigo tem por objetivo apresentar e discutir as principais ideias de Fernando Restoy sobre a construção de um arcabouço regulatório capaz de conciliar estabilidade, inovação e simetria

372 RESTOY, Fernando. **Fintech regulation: how to achieve a level playing field**. Financial Stability Institute, Occasional Paper No 17. February 2021.

competitiva. A partir dessa matriz teórica, examina-se, sem pretensão de esgotar o tema, em que medida a Resolução Conjunta nº 14 representa avanço na direção de um regime mais coerente com o risco associado às atividades desempenhadas pelas instituições autorizadas.

A principal contribuição deste artigo consiste em utilizar o referencial analítico desenvolvido por Restoy para examinar criticamente a reforma do regime de capital mínimo introduzida pela Resolução Conjunta nº 14, demonstrando como a transição para uma abordagem regulatória baseada em atividades pode simultaneamente reduzir assimetrias regulatórias e suscitar novos desafios concorrenciais no acesso ao sistema financeiro.

2. BREVES CONSIDERAÇÕES SOBRE REGULAÇÃO FINANCEIRA

Fernando Restoy examina a transformação estrutural do setor financeiro a partir do crescimento de fintechs e plataformas digitais de grande escala. Ele observa que a intermediação financeira deixou de ser exercida apenas por bancos incumbentes tradicionais e passou a ser desempenhada por uma diversidade crescente de entidades que combinam tecnologia, dados e inovação. Essa mudança desafia o arcabouço regulatório concebido para instituições que atuam com modelos consolidados de captação de depósitos e concessão de crédito.

O autor reconhece que fintechs impulsionam eficiência, inclusão e desenvolvimento tecnológico. Entretanto, afirma que a expansão desses agentes revela tensões entre o desenho histórico da regulação e a realidade atual do mercado. O arcabouço regulatório continua centrado nos bancos, enquanto novos prestadores atuam em segmentos equivalentes com exigências distintas. Essa diferença gera o risco de assimetrias regulatórias que afetam a concorrência e a estabilidade.

Para Restoy, a regulação financeira não tem como finalidade principal equilibrar a competição. Seu objetivo prioritário é proteger a estabilidade do sistema, preservar sua integridade e assegurar a adequada proteção dos consumidores. A competição é relevante, mas

não é o fundamento estruturante das normas prudenciais e de conduta. Por isso, a busca por igualdade regulatória deve ser subordinada aos objetivos macroprudenciais.

Sobre as finalidades da regulação financeira, Charles Goodhart[373] destaca que o arcabouço regulatório tradicional tinha três propósitos centrais, quais sejam, (i) controlar abuso de poder de mercado (monopólio/oligopólio) no setor financeiro; (ii) lidar com externalidades, especialmente o risco de contágio e instabilidade sistêmica decorrente da insolvência de instituições interligadas; (iii) complementar mecanismos internos de governança das instituições quando estes se revelam incapazes de capturar todos os riscos ou de alinhar incentivos corretamente.

No plano do direito bancário brasileiro, Rachel Sztajn[374] identifica os mesmos fundamentos estruturantes, ao observar que as falhas de mercado que demandam regulação incluem a existência de monopólios, a suboferta de bens públicos, assimetrias informacionais e o risco moral; e que, na ausência dessas falhas, a regulação pode tornar-se supérflua e até limitar os benefícios sociais da atividade.

A autora alerta, ademais, que a ênfase histórica na regulação do sistema bancário, justificada pela função intermediadora dos bancos e seus efeitos sobre toda a economia, acabou por dar origem a novas formas de intermediação financeira, exacerbando externalidades da inovação e gerando o que denomina *shadow banking*: espaços de atuação fora do perímetro regulado, onde os riscos não são adequadamente quantificados. Essa perspectiva da literatura jurídica brasileira reflete, em chave doméstica, a mesma preocupação central de Restoy com a defasagem entre a realidade funcional do mercado e os critérios institucionais de enquadramento regulatório.

Charles Goodhart aponta que o debate público frequentemente reduz a questão regulatória ao slogan de que a mesma atividade deve

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

374 SZTAJN, Rachel. **Sistema Financeiro: Entre Estabilidade e Risco**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

receber a mesma regulação, reconhecendo que essa lógica tem valor em certos contextos, mas que sua aplicação mecânica pode produzir resultados ineficientes ou comprometer objetivos essenciais da regulação. Nessa mesma linha, Restoy afirma que a análise regulatória deve começar pela identificação da natureza do risco, e não pela comparação direta entre prestadores, pois tratar entidades de forma distinta é legítimo quando há diferença real de risco, e ilegítimo quando a diferença é apenas formal.

A distinção que orienta todo o artigo é entre regulação baseada em atividade e regulação baseada em entidade. Essa distinção é fundamental porque o risco pode ter origem em duas dimensões distintas, quais sejam (i) da atividade desempenhada, de forma isolada, ou (ii) da estrutura institucional que integra múltiplas atividades, produzindo efeitos que não aparecem quando cada função é observada individualmente.

A regulação baseada em atividade aplica-se quando a fonte de risco está diretamente associada à atividade exercida. Nesse caso, não importa se o prestador é um banco, uma fintech, uma instituição de pagamentos ou uma plataforma tecnológica. O que importa é o risco inerente à própria atividade. Restoy explica que normas de proteção do consumidor, padrões de transparência, regras de conduta e requisitos de prevenção à lavagem de dinheiro são exemplos típicos dessa abordagem. Nesses casos, diferenciar bancos de outros prestadores apenas porque possuem naturezas institucionais distintas não é justificável.

Neste mesmo sentido, um dos focos da crítica de Goodhart está no fato de que, diante da mudança estrutural no sistema financeiro (menos segmentado, mais integrado, mais globalizado), continuar a regular com base na lógica institucional tradicional (qual tipo de entidade, qual licença, qual setor) torna-se cada vez menos eficaz. Ele argumenta que a regulação institucional perde aderência à realidade funcional do risco: instituições realizam múltiplas atividades, substituem-se umas às outras, operam além de fronteiras nacionais e de rótulos tradicionais.

Para Goodhart, a consequência é que o regulador que continua preso à institucionalidade pode falhar em capturar riscos emergentes ou pode gerar assimetrias regulatórias injustificadas (isto é, tratar de forma desigual agentes que desempenham funções semelhantes), problema central que o presente artigo examina à luz da Resolução Conjunta nº 14.

A abordagem baseada em atividade também é adequada quando a execução da função não depende de outras atividades que possam alterar o perfil de risco. Por exemplo, um serviço de pagamento isolado não envolve transformação de depósito em crédito, não cria potencial de corrida bancária e não gera risco sistêmico semelhante ao que ocorre com a intermediação bancária tradicional. Para Restoy, a imposição de requisitos diferenciados para bancos nessas funções gera assimetria regulatória injustificada.

O autor observa que, em diversas jurisdições, bancos continuam sujeitos a requisitos mais severos em áreas que deveriam seguir uma abordagem funcional. Esse tratamento mais rígido decorre da história da regulação e não de diferenças objetivas de risco. Essa defasagem permite que entidades não bancárias explorem lacunas regulatórias e atuem com requisitos mais brandos em atividades semelhantes, criando arbitragem regulatória.

A regulação baseada em entidade, por outro lado, se justifica quando o risco não provém exclusivamente da atividade, mas da combinação de atividades desempenhadas pela instituição. Essa combinação produz efeitos que não podem ser avaliados adequadamente se cada função for observada de forma isolada. O exemplo mais evidente é o modelo bancário tradicional, no qual instituições captam depósitos à vista e concedem crédito de longo prazo. Essa estrutura cria risco de transformação de liquidez e risco de corrida que exigem supervisão prudencial consolidada.

Restoy explica que, nesses casos, o risco não se origina de uma atividade específica, mas da interação entre atividades que, isoladamente, apresentariam riscos menores. A intermediação financeira exerce função crítica no sistema e exige requisitos de

capital, liquidez, governança e limites de exposição. A regulação por entidade é necessária porque o risco é estrutural. Ele está associado à forma como a instituição se financia e como aloca seus ativos. Mesmo que requisitos adequados sejam aplicados a cada atividade separadamente, o risco agregado não desaparece.

O autor ressalta que essa abordagem não é exclusiva dos bancos. Determinadas entidades não bancárias podem apresentar riscos institucionais por operarem com escala, interconexões ou combinações de funções que ampliam sua relevância sistêmica. Restoy destaca que as *big techs* são o exemplo mais claro dessa dinâmica emergente. Essas empresas operam plataformas digitais de grande escala que integram serviços financeiros e não financeiros, criando um ecossistema com efeitos de rede, concentração de dados e poder de mercado.

Restoy afirma que *big techs* podem gerar riscos que não se manifestam em *fintechs* especializadas. A integração entre serviços não financeiros e serviços financeiros amplia a capacidade da empresa de capturar dados e explorar sinergias. Isso cria vantagens competitivas que podem afetar a estrutura de mercado e gerar riscos para a concorrência. Além disso, a dependência tecnológica dessas plataformas pode representar risco operacional e de continuidade para o sistema financeiro.

O autor observa que regular big techs exclusivamente com base nas atividades que exercem é insuficiente. Embora muitas delas atuem em pagamentos ou em serviços de crédito, os riscos associados à sua escala e à sua estrutura integrada exigem avaliação institucional. Em algumas situações, pode ser necessário estabelecer requisitos de resiliência operacional, controles de dados ou restrições à combinação de atividades. Essas medidas são típicas de regulação por entidade.

Restoy afirma que a questão do perímetro regulatório é central. Com a entrada de novos agentes, o desenho tradicional que separa bancos de não bancos tornou-se inadequado para capturar riscos emergentes. A regulação deve incorporar entidades que, embora não sejam bancos, desempenham funções críticas ou acumulam

riscos significativos. A delimitação do perímetro deve ser dinâmica e adaptada à evolução tecnológica.

O autor identifica três tipos de assimetrias. A primeira é a assimetria funcional, na qual prestadores que desempenham a mesma atividade recebem tratamento regulatório distinto sem justificativa de risco. A segunda é a assimetria institucional, na qual entidades que apresentam riscos institucionais relevantes permanecem fora do perímetro prudencial. A terceira é a assimetria operacional, resultante de lacunas entre diferentes áreas regulatórias que afetam entidades multifuncionais.

Para corrigir essas assimetrias, Restoy propõe um modelo híbrido que combina regulação baseada em atividade e regulação baseada em entidade. A chave é identificar a origem do risco e calibrar o regime adequado. Quando o risco é funcional, a regra deve ser uniforme. Quando o risco é institucional, exigências diferenciadas podem ser necessárias.

O autor enfatiza que esse modelo requer proporcionalidade, neutralidade tecnológica e adaptação contínua. Restoy afirma que a inovação não pode ser sufocada por excesso de regulação, mas também não pode ser utilizada como justificativa para ignorar riscos relevantes. O equilíbrio entre inovação e estabilidade exige análise detalhada das características de cada entidade.

Outro elemento essencial da proposta de Restoy é a necessidade de coordenação institucional. Ele observa que os modelos de negócio das big techs envolvem atividades que ultrapassam o escopo dos reguladores financeiros. A integração entre supervisores financeiros, autoridades de concorrência e órgãos de proteção de dados é indispensável para compreender e mitigar riscos que se manifestam em múltiplas esferas.

Restoy afirma que o monitoramento da interconectividade entre funções é essencial. Em modelos baseados em plataforma, a dependência de infraestrutura tecnológica e a capacidade de capturar e combinar dados podem gerar riscos operacionais e de competição

que não aparecem na análise tradicional. A supervisão precisa ser multissetorial e coordenada para lidar com essas complexidades.

O autor conclui que a modernização do arcabouço regulatório deve evitar tanto a rigidez excessiva quanto a liberalização indiscriminada. A equalização mecânica de regimes pode comprometer a estabilidade. A manutenção de diferenças históricas pode comprometer a inovação e a competição. O equilíbrio entre esses elementos depende de análise criteriosa da natureza do risco.

A contribuição final do artigo está na formulação de um referencial analítico que permite diferenciar assimetrias justificadas e injustificadas. O autor demonstra que diferenças de tratamento não são, por si mesmas, problemáticas. Elas tornam-se problemáticas apenas quando não refletem diferenças reais de risco. Esse referencial possibilita avaliar a adequação do regime regulatório à luz da evolução tecnológica.

A proposta de Restoy aponta para a necessidade de regulação calibrada, perímetro dinâmico e supervisão integrada. Esse conjunto forma uma visão coerente para responder às transformações do setor financeiro e para mitigar assimetrias regulatórias que afetam tanto a estabilidade quanto a competição.

Em consonância com as reflexões de Restoy, a presente análise evidencia que, em ambientes onde a atividade e o perfil de risco se transformaram profundamente, o critério do "tipo institucional" converte-se em viés estrutural, produzindo tratamento regulatório desigual sem correspondência com diferenças reais de risco. Em termos práticos, regimes que impõem exigências distintas a prestadores com funções equivalentes produzem desigualdade concorrencial, espaço para arbitragem e distorções alocativas que prejudicam a eficiência do mercado.

Esse arcabouço teórico, que é centrado na identificação da origem do risco, na calibragem proporcional das exigências e na coordenação institucional entre reguladores, fornece a matriz analítica indispensável para examinar as inovações introduzidas pela

Resolução Conjunta nº 14. No contexto brasileiro, Fernanda Garibaldi[375] demonstra que o tradicional dilema entre promover concorrência e atrair instabilidade para o setor financeiro pode ser mitigado por uma abordagem regulatória pró-competitiva, mais flexível e proporcional aos riscos específicos ensejados pelas instituições e fintechs, tendo em vista que a competição é também uma ferramenta de disciplina da conduta dos agentes econômicos, revestindo-se de caráter prudencial relevante para a estabilidade do sistema financeiro. É com base nesses critérios que a seção seguinte descreve o estado da arte no Brasil e avalia em que medida a nova norma representa guinada em direção a um modelo regulatório funcionalmente mais coerente.

3. O ESTADO DA ARTE NO BRASIL E A RESOLUÇÃO CONJUNTA Nº 14

Em 3 de novembro de 2025, o CMN e o BCB publicaram a Resolução Conjunta nº 14, que dispõe sobre a metodologia de apuração do limite mínimo de capital social integralizado e de patrimônio líquido das instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo BCB, exceto em relação às administradoras e às associações e entidades sem fins lucrativos autorizadas a administrar grupos de consórcio.

De acordo com a Exposição de Motivos da norma, CMN e BCB defendem que a estabilidade e a eficiência do SFN dependem de medidas regulatórias que disciplinem a organização e o funcionamento das instituições autorizadas, dentre as quais estão critérios de acesso ao sistema, requisitos prudenciais e mecanismos de saneamento, o que reflete responsabilidade institucional contínua pela preservação da solidez do Sistema Financeiro Nacional ("SFN").

O documento explica que os limites mínimos de capital social integralizado e de patrimônio líquido representam instrumentos

375 GARIBALDI BATISTA, Fernanda. **A institucionalização do Sistema de Pagamentos Brasileiro e os desafios de uma regulação financeira pró-competitiva**. Tese (Doutorado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2023.

essenciais para assegurar que novas instituições ingressem no SFN com adequada estrutura patrimonial. Essa compreensão estaria alinhada às recomendações do Comitê de Supervisão Bancária de *Basileia Core Principles for Effective Banking Supervision*, de setembro de 2012, que destacam a importância de padrões mínimos de capital para instituições reguladas.

A Exposição de Motivos contextualiza historicamente que o capital inicial das instituições reguladas sempre foi disciplinado por normas específicas de cada tipo de instituição. Esse cenário mudou com a edição da Resolução CMN nº 2.099, de 17 de agosto de 1994, que consolidou pela primeira vez as exigências relativas ao acesso ao sistema. Essa resolução introduziu limites de capital para autorização de funcionamento, exigências de patrimônio líquido compatíveis com o risco dos ativos e regras para instalação de dependências. Esse marco foi posteriormente aperfeiçoado por outras normas editadas em 1999, criando um padrão regulatório mais sólido e uniforme para o setor financeiro nacional.

O modelo tradicional passou a considerar o tipo de instituição como principal determinante do capital mínimo de entrada. Foram incorporados ajustes adicionais, como exigências superiores para atuação no mercado de câmbio e reduções para instituições com sede fora dos centros financeiros de São Paulo e Rio de Janeiro. Esses ajustes refletem uma abordagem vinculada ao risco, embora ainda limitada pela lógica tipológica da época.

Tais medidas foram introduzidas durante a fase de convergência global às recomendações da Basileia, momento em que a regulamentação prudencial ainda não capturava plenamente todos os riscos inerentes à intermediação financeira. Nesse contexto, o capital inicial passou a ser utilizado também como mitigador de riscos não contemplados pelo arcabouço prudencial. O exemplo mais claro é o adicional de capital exigido na época para operações de câmbio, criado para conter riscos de mercado que ainda não estavam incorporados ao *framework* regulatório vigente.

Com a modernização regulatória promovida pelo Decreto nº 10.139, de 28 de novembro de 2019 (revogado posteriormente pelo Decreto nº 12.002, de 22 de abril de 2024), o BCB reorganizou normas sobre capital mínimo dentro dos atos específicos de cada tipo de instituição autorizada. No entanto, os valores permaneceram praticamente inalterados desde 1999. De acordo com o BCB, essa defasagem normativa tornou-se problemática diante das transformações profundas no SFN nas últimas duas décadas.

A Exposição de Motivos ainda enfatiza que o sistema passou por avanços significativos tanto na regulação prudencial quanto na tecnologia utilizada pelas instituições. As recomendações internacionais evoluíram para incluir novos riscos, aprimoramento de metodologias e princípios mais refinados de avaliação prudencial. Além disso, surgiram novos tipos de instituições, como instituições de pagamento, sociedades de crédito direto e sociedades de empréstimo entre pessoas, cujo *core business* centra-se na atuação digital por meio de plataformas eletrônicas. Também houve ampliação das atividades das instituições tradicionais, que passaram a atuar de forma mais diversificada.

Essas transformações tornaram o modelo de regulação baseado exclusivamente no tipo de instituição incompatível com a realidade atual. O BCB argumenta que isso gerou inconsistências regulatórias, oportunidades de arbitragem e exigências desproporcionais, especialmente quando determinados tipos de instituições enfrentam valores mínimos incompatíveis com o escopo de suas atividades. Esses problemas dificultam o processo de autorização e prejudicam a coerência normativa.

Diante desse cenário, o BCB identificou a necessidade de atualizar a regulação relativa ao capital mínimo das instituições. O objetivo é estabelecer conceitos gerais, corrigir defasagens, aprimorar simetria regulatória e eliminar disparidades injustificadas. Nesse sentido, a Resolução Conjunta nº 14 desloca o foco da regulação do tipo de instituição para as atividades efetivamente exercidas,

refletindo melhor o risco associado a cada função desempenhada pelas instituições autorizadas.

O documento também observa que essa abordagem é consistente com práticas internacionais. A Alemanha adota um modelo de licença completa e licença parcial que utiliza as atividades como principal critério de enquadramento. O BCB afirma que essa experiência serviu de referência para o modelo brasileiro proposto na Resolução Conjunta nº 14.

Os argumentos também destacam que a definição de capital mínimo tem função econômica relevante. O capital social inicial contribui para a capacidade operacional da instituição e reforça a confiança do público. Além disso, respeita princípios de proporcionalidade e adequação previstos em lei. O capital mínimo também possui fundamento econômico na mitigação do risco moral. A Exposição de Motivos afirma que existe assimetria de informação entre agentes e instituições e que proprietários podem adotar estratégias excessivamente arriscadas caso não tenham recursos próprios comprometidos no empreendimento. A exigência de capital mínimo impõe esse comprometimento inicial, denominado *skin in the game*, mitigando o risco moral antes do início das operações.

O texto ainda diferencia capital inicial e capital prudencial. O capital prudencial reflete os riscos efetivamente assumidos após a autorização, enquanto o capital inicial atua na fase pré-operacional. Ambos compartilham a mesma lógica econômica, mas operam em momentos distintos do ciclo institucional. A transição do papel mitigador do risco moral ocorre de forma gradual à medida que as atividades da instituição se iniciam e os requisitos prudenciais passam a desempenhar sua função com maior intensidade.

A Exposição de Motivos detalha que a principal fonte de risco moral está nas atividades exercidas. Esse risco deriva de atividades operacionais, atividades de investimento e atividades de captação. Há ainda risco adicional quando a instituição utiliza a expressão banco em sua nomenclatura, pois isso influencia a percepção do público

e amplia potenciais efeitos reputacionais e sistêmicos. Esse fator justifica a exigência de parcela adicional de capital mínimo.

Diante dessa estrutura conceitual, a proposta do BCB define que o capital mínimo deve ser determinado pela combinação das categorias de atividades exercidas. Essa metodologia reflete diretamente o risco moral associado ao conjunto de atividades pretendidas. A fórmula final inclui três parcelas. A primeira corresponde às atividades que a instituição exercerá. A segunda corresponde ao custo operacional inicial. A terceira corresponde ao adicional vinculado ao uso da expressão banco. Esse modelo busca equilíbrio entre proporcionalidade, coerência e segurança institucional.

As atividades são classificadas em categorias que representam grupos homogêneos em relação ao risco moral. Atividades operacionais são classificadas em serviços, custódia e administração, intermediação e concessão. Atividades de investimento são classificadas como restritas ou livres. Atividades de captação são classificadas como recursos próprios, recursos institucionais, recursos do público e depósitos. Essa organização permite identificar com maior precisão o risco potencial associado a cada instituição recém-constituída.

O cálculo da parcela referente às atividades combina as categorias operacionais e de investimento e aplica um fator multiplicador associado à categoria de captação. Isso permite considerar o risco composto sem criar volatilidade excessiva no capital mínimo devido a alterações pontuais na carteira ou na dinâmica operacional da instituição. Para evitar instabilidade regulatória, o BCB determina que todas as formas permitidas de captação e investimento sejam consideradas, ainda que não utilizadas de imediato, o que evita flutuações constantes no capital mínimo exigido.

O documento também identifica que algumas atividades exigem maior intensidade tecnológica e de infraestrutura de dados. Para essas atividades, a metodologia incluirá parcela adicional destinada a cobrir custos operacionais iniciais relacionados a processamento de dados, armazenamento, segurança cibernética e redes. Essa etapa reconhece que parte da capacidade operacional necessária para o funcionamento

seguro das instituições depende de infraestrutura essencial, cujo custo inicial deve ser coberto por capital próprio.

Por fim, a parcela adicional vinculada ao uso da expressão banco é justificada pela percepção pública e pelo risco sistêmico associado ao uso dessa denominação. Instituições que utilizam essa nomenclatura devem possuir capital adicional para refletir o risco reputacional e sistêmico inerente ao setor bancário. Essa medida também amplia a confiança do público e reforça a credibilidade institucional do sistema financeiro.

A Exposição de Motivos conclui afirmando que a nova metodologia promove atualização necessária do arcabouço regulatório e alinha o Brasil às melhores práticas internacionais. O modelo baseado em atividades melhora a simetria regulatória, reduz inconsistências, reforça a proporcionalidade e aprimora os mecanismos de mitigação do risco moral. Ao migrar para esse regime, o BCB busca modernizar o processo de autorização, evitar arbitragem regulatória e preservar a estabilidade do sistema financeiro nacional.

Descritos o contexto normativo e a arquitetura da Resolução Conjunta nº 14, passa-se à análise de seus fundamentos à luz do referencial teórico apresentado na seção 2. A pergunta central é se (e em que extensão) a mudança de critério promovida pela norma efetivamente representa o tipo de guinada de abordagem que Restoy e Goodhart preconizam, ou se, a despeito do redesenho metodológico, permanecem tensões estruturais não inteiramente resolvidas.

4. A GUINADA NA ABORDAGEM REGULATÓRIA

Restoy parte de duas distinções que são cruciais para sua teoria. A primeira é entre regulação baseada em atividade e regulação baseada em entidade. A segunda é entre assimetria regulatória justificada e assimetria regulatória injustificada. Para ele, quando o risco decorre diretamente da atividade específica, a regulação deve ser estruturada em base funcional. Em outras palavras, todos os prestadores que realizam a mesma atividade, com o mesmo tipo de risco, deveriam

estar sujeitos ao mesmo conjunto de regras. Diferenças de tratamento nessa esfera tendem a configurar assimetrias injustificadas.

Quando o risco resulta da combinação de atividades, do modelo de financiamento, da escala ou da interconexão sistêmica, a regulação passa a ser, legitimamente, baseada na entidade. Nesse plano, faz sentido tratar um banco universal de forma diferente de um prestador especializado, ainda que ambos ofereçam algum produto semelhante. Para Restoy, um *level playing field* bem desenhado depende justamente dessa calibragem. Nem uniformidade cega, nem casuísmo institucional. O que importa é se a diferença regulatória acompanha ou não a diferença de risco.

A Exposição de Motivos reconhece que, historicamente, o capital mínimo de entrada foi definido com base no tipo de instituição. Essa lógica foi consolidada na Resolução nº 2.099/1994 e aperfeiçoada em normas posteriores, sempre com foco na natureza institucional, com alguns ajustes para câmbio e localização de sede. O texto admite que o capital inicial teve, por um período, função de mitigar riscos que o arcabouço prudencial ainda não capturava bem, como o risco de mercado em operações de câmbio. Ou seja, o capital mínimo foi usado como instrumento prudencial "genérico", num cenário em que Basileia ainda estava incompleta em termos de cobertura de riscos.

A Exposição também enfatiza que, com o tempo, esse modelo se tornou defasado. Os valores não eram atualizados desde 1999, enquanto o SFN mudou profundamente. Houve avanço nas regras prudenciais, surgimento de novos tipos institucionais e expansão do escopo de instituições tradicionais. O diagnóstico do BCB é claro: o modelo baseado em tipo institucional deixou de refletir a realidade, gerou inconsistências regulatórias, oportunidades de arbitragem e exigências desproporcionais em relação às atividades pretendidas.

A resposta proposta é explícita: a nova metodologia de capital mínimo passará a considerar principalmente as atividades exercidas, e não apenas o tipo institucional. O próprio texto vincula essa mudança ao objetivo de aumentar a simetria regulatória e eliminar tratamentos desiguais para situações similares.

Em termos econômicos, a Resolução Conjunta nº 14 ancora a exigência de capital mínimo em dois fundamentos, quais sejam: a cobertura dos custos operacionais iniciais e a mitigação do risco moral, que está associada ao *skin in the game* dos sócios. O texto diferencia capital inicial *ex ante* e capital prudencial *ex post*, ambos com a mesma lógica de alinhar incentivos e mitigar risco moral, mas em momentos distintos do ciclo institucional.

Por fim, o documento constrói uma arquitetura detalhada. O capital mínimo será composto por uma parcela ligada às atividades (operacionais, de investimento e de captação), uma parcela de custos iniciais de operação e um adicional para instituições que utilizam o termo banco em sua denominação.

À luz das reflexões de Restoy, a primeira pergunta é se há uma passagem de um modelo predominantemente baseado em entidade para uma lógica mais baseada em atividade. Aqui a resposta é, em boa medida, positiva.

O próprio BCB afirma que o modelo antigo, centrado no tipo institucional, se tornou fonte de inconsistências e de arbitragem. Ao deslocar o foco do tipo para as atividades, a Resolução Conjunta nº 14 rompe com uma tradição que Restoy critica indiretamente. Ele alerta justamente contra regimes que tratam entidades de forma desigual quando elas exercem, na prática, as mesmas funções.

A metodologia de capital mínimo da Resolução Conjunta nº 14 é explicitamente estruturada em torno das atividades desempenhadas. As atividades operacionais são classificadas em serviços, custódia e administração, intermediação e concessão. As atividades de investimento são classificadas em restrita ou livre. As atividades de captação são organizadas em recursos próprios, recursos institucionais, recursos do público e depósitos.

Esse movimento aproxima o Brasil de uma visão funcional de acesso. O que importa para o capital mínimo deixa de ser apenas o rótulo instituição financeira X ou Y e passa a ser o conjunto de atividades que compõem o modelo de negócio. Em termos de Restoy,

isso é um passo claro em direção à regulação baseada em atividade no momento de entrada.

Ao mesmo tempo, a Resolução Conjunta nº 14 não abandona completamente a dimensão de entidade. O adicional de capital associado ao uso da expressão banco é um exemplo importante. O regulador reconhece que o uso do termo influencia a percepção do público e pode alterar a natureza do risco moral e sistêmico.

Esse elemento institucional é coerente com a leitura de Restoy de que certas características da entidade transcendem a atividade isolada. Marcas, escala e estrutura podem gerar riscos que precisam de tratamento específico. Nesse sentido, a Resolução Conjunta nº 14 já nasce como um modelo híbrido, o que é conceitualmente próximo do que Restoy defende.

Nestes termos, pode-se verificar que há um avanço claro na dimensão funcional do acesso ao mercado, à medida que instituições com atividades semelhantes passam a ter exigências de capital mínimo calculadas por referência a essas atividades. Isso reduz a assimetria em que o tipo jurídico ou classificatório garantia um "atalho" para entrar no sistema com menos capital, embora o modelo de negócio fosse comparável ao de instituições mais exigidas.

Além disso, a estrutura de capital mínimo reconhece explicitamente a centralidade do risco moral associado às atividades. O texto identifica as atividades operacionais, de investimento e de captação como fontes primárias desse risco e ajusta o capital mínimo para refletir essas dimensões. Essa construção é consistente com a ideia de Restoy de que, em muitas áreas, a regulação deveria olhar para o risco gerado pela atividade e não para a "caixa" institucional.

No entanto, também vale destacar que a própria lógica de capital mínimo como mitigador de risco moral pode, na prática, funcionar como barreira de entrada se os parâmetros forem elevados demais para determinados nichos de baixa complexidade. Restoy alerta para o risco de sufocar inovação ao aplicar, de forma não proporcional, exigências pensadas para entidades mais complexas. Neste sentido, Goodhart também expõe que regulação excessivamente rígida tende a

proteger incumbentes, que possuem escala e recursos para absorver custos regulatórios elevados, enquanto novos entrantes, especialmente aqueles com modelos inovadores, frequentemente enfrentam dificuldade para cumprir requisitos regulatórios desproporcionais às suas operações.

A Resolução Conjunta nº 14 e sua Exposição de Motivos mencionam proporcionalidade, mas o teste real dessa proporcionalidade depende dos valores numéricos e de como eles se comparam a outros regimes.

A avaliação da Resolução Conjunta nº 14 seria incompleta se não considerasse sua inserção no conjunto mais amplo dos instrumentos regulatórios vigentes no Brasil. O novo regime de capital mínimo não opera de forma isolada: articula-se, necessariamente, com o *sandbox* regulatório do BCB (Resolução BCB nº 53/2020 e normas subsequentes), com o ecossistema de *open finance* (Resolução Conjunta nº 1/2020 e fases de implementação progressiva) e com a abordagem de supervisão baseada em risco (SBR) adotada pelo BCB.

O *sandbox* regulatório, ao permitir que entrantes testem modelos inovadores com exigências temporariamente diferenciadas, funciona como mecanismo de compensação parcial das barreiras impostas pelo capital mínimo, reduzindo o custo de acesso ao mercado para projetos em estágio inicial.

O *open finance*, por sua vez, ao viabilizar o compartilhamento de dados e a portabilidade de relacionamentos financeiros, reduz vantagens informacionais dos incumbentes e cria condições estruturais para que novos entrantes compitam com menor escala inicial. Já a SBR reforça a coerência sistêmica do modelo, ao calibrar a intensidade supervisora conforme o perfil efetivo de risco de cada instituição, complementando a lógica funcional que a Resolução Conjunta nº 14 introduz na fase de acesso.

A inteligência regulatória reside, portanto, na coerência entre esses instrumentos: capital mínimo proporcional ao risco, *sandbox* para experimentação supervisionada, *open finance* para nivelar a competição informacional e SBR para garantir vigilância contínua e

ajustada. Avaliar a Resolução Conjunta nº 14 de forma isolada, sem considerar esse ecossistema, seria subestimar tanto seus potenciais efeitos restritivos quanto as ferramentas disponíveis para mitigá-los.

5. O TRADE-OFF ENTRE ESTABILIDADE E INOVAÇÃO

O debate sobre a regulação do sistema financeiro envolve necessariamente a tensão entre estabilidade e inovação. Essa relação não é de soma zero, mas constitui um equilíbrio delicado que exige calibragem constante. A estabilidade financeira busca reduzir a probabilidade de falhas institucionais, contágio e crises sistêmicas, ao passo que a inovação depende de incentivos adequados, liberdade para experimentação e condições mínimas de entrada para novos participantes. A literatura demonstra que, quando a regulação privilegia excessivamente um desses objetivos, tende a produzir distorções que impactam o funcionamento do sistema como um todo.

A crítica de Goodhart oferece base importante para compreender esse trade-off. O autor argumenta que a regulação excessivamente rígida, complexa ou custosa pode elevar barreiras de entrada e favorecer instituições incumbentes, que possuem escala para absorver custos elevados de compliance. Nesse cenário, novos entrantes enfrentam dificuldades para competir, o que reduz diversidade, limita a difusão de inovações e concentra o mercado.

A estabilidade obtida pode ser apenas aparente, pois um sistema menos competitivo tende a ser mais vulnerável à ineficiência e à captura regulatória. Segundo Goodhart, a busca por segurança excessiva pode gerar efeitos adversos, como desincentivo à experimentação e migração da atividade financeira para jurisdições ou segmentos menos regulados.

Restoy complementa essa preocupação ao enfatizar que a regulação deve acompanhar o risco da atividade e não o rótulo institucional. Diferenciar agentes apenas por sua forma jurídica tende a produzir assimetrias injustificadas e a limitar a capacidade das normas de incentivar inovação de maneira segura.

Ao mesmo tempo, para o autor, a eliminação indiscriminada de diferenças regulatórias pode expor o sistema a riscos estruturais não mitigados, especialmente quando entidades combinam múltiplas atividades ou operam em escala sistêmica. A inovação, portanto, depende de um ambiente regulatório que proporcione proporcionalidade, neutralidade tecnológica e coerência entre risco e exigências.

A Resolução Conjunta nº 14, por sua vez, insere-se nesse debate ao reformular o regime de capital mínimo para instituições financeiras e demais entidades autorizadas a funcionar pelo BCB. A vinculação do capital mínimo às atividades desempenhadas reduz distorções que dificultavam a entrada de novos participantes e moderniza a lógica regulatória, aproximando-a da abordagem funcional defendida por Goodhart e Restoy, enquanto que na prática promoveu relevante aumento da barreira de entrada para novos entrantes ao aumentar o capital mínimo, por exemplo, das *fintechs* de crédito de R$ 1 milhão para R$ 9,8 milhões sem que houvesse uma exposição clara do racional utilizado na quantificação de tais valores.

A ausência de transparência metodológica na fixação desses valores merece análise crítica aprofundada. A Exposição de Motivos fundamenta conceitualmente a lógica do capital mínimo mitigando risco moral e cobrindo custos operacionais iniciais, mas não explicita os parâmetros quantitativos que determinaram os montantes concretos adotados para cada categoria de atividade.

A literatura especializada sobre calibragem prudencial, como aponta Barth, Caprio e Levine[376], destaca que a legitimidade de requisitos de capital depende não apenas de sua fundamentação teórica, mas da demonstração de proporcionalidade em relação ao risco efetivamente gerado. Quando essa cadeia de justificação é omitida, abre-se espaço para questioná-la sob o princípio da proporcionalidade que a própria norma invoca.

376 BARTH, James R.; CAPRIO, Gerard Jr.; LEVINE, Ross. **Rethinking Bank Regulation: Till Angels Govern**. Cambridge: Cambridge University Press, 2006.

No plano do direito bancário nacional, Sztajn já alertava que "*a regulação impõe custos, que são repassados aos mercados*", sendo imperativo "*equilibrar as vantagens de prevenir danos e os custos de tal prevenção*", raciocínio que se aplica diretamente à avaliação crítica dos valores fixados pela Resolução Conjunta nº 14. Garibaldi, por sua vez, documenta que a abordagem regulatória do BCB no mercado de pagamentos demonstrou que "*uma carga regulatória menor para as instituições emergentes em relação às demais espécies regulatórias*", sopesando o risco sistêmico vis-à-vis a eficiência gerada pelas inovações, foi justamente o que permitiu o surgimento de novos entrantes e o amadurecimento do mercado, experiência que contrasta com o impacto potencial dos novos patamares de capital fixados para *fintechs* de crédito.

A elevação do capital mínimo das sociedades de crédito direto e das sociedades de empréstimo entre pessoas (tomando como exemplo) configura, nesse quadro, um aumento substancial da barreira de entrada no segmento. O impacto sobre a concorrência e sobre a inovação deve ser considerado sob duas perspectivas distintas.

Do ponto de vista da estabilidade, valores mais elevados reduzem o risco moral e sinalizam comprometimento patrimonial dos controladores. Do ponto de vista da estrutura competitiva, porém, montantes que representam múltiplos do patrimônio típico de startups financeiras ou de iniciativas de crédito especializado em nichos específicos, tais como crédito agrícola digital, microfinanças ou *fintech* de crédito consignado, podem excluir da entrada justamente os agentes com maior potencial inovador e menor apetite por risco sistêmico. A calibragem deveria, portanto, demonstrar que o diferencial de capital entre modelos de negócio guarda proporcionalidade com diferenciais verificáveis de risco e não reflete, ainda que inadvertidamente, preferência por incumbentes.

Nessa perspectiva, surge risco que merece atenção específica, à medida que a Resolução Conjunta nº 14, ao elevar valores de capital sem adequada justificação quantitativa, converta-se, paradoxalmente, em barreira regulatória estrutural.

A teoria de regulação financeira identifica esse fenômeno como "*barreira de acesso não proporcional*": uma exigência que, embora neutra em sua formatação jurídica, produz efeito seletivo sobre quem consegue entrar no mercado. Incumbentes com patrimônio consolidado absorvem o requisito com facilidade; novos entrantes com modelos inovadores e estruturas enxutas enfrentam obstáculos desproporcionais aos riscos que efetivamente gerariam.

Garibaldi documenta empiricamente esse fenômeno no mercado brasileiro de pagamentos, ao demonstrar que a regulação excessivamente onerosa tende a "*desestimular a inovação e, consequentemente, manter e/ou reforçar o poder de mercado das instituições incumbentes*", que em geral detêm ou controlam as maiores plataformas financeiras do país. Sztajn, em reforço, adverte que "*o que não se pode considerar é impedir a inovação a pretexto de regular*", posto que a regulação prudencial com foco excessivo nos bancos incumbentes já historicamente deu origem a novas formas de intermediação fora do perímetro regulado. O resultado líquido pode ser, na contramão dos objetivos declarados da norma, redução da diversidade, concentração do mercado e arrefecimento da inovação tecnológica no setor financeiro.

A norma ainda mantém componentes institucionais que reconhecem riscos derivados da percepção pública e da estrutura de determinadas organizações. Essa combinação revela que o regulador brasileiro busca equilibrar segurança e estímulo à inovação no acesso ao sistema financeiro.

O *trade-off* entre estabilidade e inovação exige, portanto, atenção constante à proporcionalidade. Requisitos de capital que refletem adequadamente o risco moral associado às atividades contribuem para a estabilidade, mas requisitos excessivos podem restringir a capacidade de entrada de agentes especializados e tecnológicos. A inovação depende de espaço regulatório que permita aprendizado, adaptação e competição, sem comprometer a solidez do sistema. A literatura indica que a chave desse equilíbrio não é a redução da regulação, mas sua adequação ao risco efetivamente gerado, evitando

excessos que desestimulam novos participantes e evitando lacunas que exponham o sistema a riscos sistêmicos.

A síntese possível é que o *trade-off* entre estabilidade e inovação não se resolve por meio de escolhas binárias, mas por meio de um desenho regulatório que reconhece distintas fontes de risco e incentiva a experimentação de forma segura. Goodhart alerta para os custos da rigidez e da sobrecarga regulatória. Restoy destaca a importância da neutralidade funcional e da proporcionalidade.

Garibaldi, com base no caso brasileiro do mercado de pagamentos, demonstra que a competição estimulada por uma abordagem regulatória pró-competitiva e proporcional ao risco reveste-se ela própria de caráter prudencial, funcionando como mecanismo de disciplina das condutas dos agentes e contribuindo para a estabilidade do sistema, o que sugere que proporcionalidade regulatória e estabilidade não são objetivos antagonizados, mas mutuamente reforçadores quando corretamente calibrados. Sztajn complementa ao afirmar que a regulação eficiente deve criar incentivos que reduzam atritos sem ampliar os riscos aceitos pelos agentes.

A Resolução Conjunta nº 14 representa avanço nesse sentido, mas ainda constitui apenas um componente de uma agenda mais ampla necessária para equilibrar estabilidade, competitividade e dinamismo no mercado financeiro contemporâneo. Em outras palavras, a transição para uma regulação baseada em atividades representa avanço conceitual relevante, mas sua efetividade depende da calibragem adequada dos instrumentos prudenciais utilizados para operacionalizar esse novo paradigma regulatório.

6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente artigo visou expor as ideias abordadas por Fernando Restoy em relação à assimetria regulatória entre bancos incumbentes e *fintechs*, além dos diferentes modelos de abordagem regulatória, tratadas mediante a regulação baseada na entidade ou nas atividades, além de expor, ainda que sem exaurir a análise, as principais inovações

promovidas pela Resolução Conjunta nº 14 no que diz respeito ao capital mínimo das instituições financeiras e demais entidades autorizadas a funcionar pelo BCB.

Neste contexto, em primeiro lugar, a Resolução Conjunta nº 14 representa uma mudança de paradigma no recorte do capital mínimo, de modo que o Brasil passa de um modelo tipológico, centrado no tipo institucional, para um modelo funcional, centrado nas atividades e no risco moral associado a elas. Isso é um movimento claro na direção da regulação baseada em atividade, tal como descrita por Restoy, ao menos no plano do acesso ao mercado.

Em segundo lugar, essa mudança reduz assimetrias regulatórias injustificadas no momento de entrada, à medida que instituições com atividades semelhantes passam a ter exigências de capital mínimo determinadas por critérios comparáveis, reduzindo o espaço de arbitragem via escolha de rótulo institucional. Isso aproxima o Brasil de um *level playing field* em termos de condições de ingresso no sistema.

Em terceiro lugar, ao manter um componente institucional, como o adicional pelo uso do termo banco, a Resolução Conjunta nº 14 adota um modelo híbrido, consistente com a visão de Restoy de que há riscos que são, de fato, ligados à entidade. No entanto, esse componente ainda se apoia fortemente na dimensão simbólica da marca bancária, mais do que em uma avaliação direta da função sistêmica.

Por fim, embora a Resolução Conjunta nº 14 represente avanço na direção de um modelo mais coerente com o risco, sua implementação não está isenta de tensões. A exigência de capital mínimo, ainda que tecnicamente justificada pela mitigação do risco moral, pode produzir barreiras de entrada relevantes quando aplicada de forma excessivamente padronizada ou sem constante reavaliação proporcional.

Nesse sentido, Restoy alerta que a regulação baseada em atividade não deve ser utilizada como justificativa para inflar requisitos que, na prática, desestimulam a entrada de agentes inovadores ou reduzem a diversidade de modelos de negócio. Esse risco se intensifica em um cenário em que a inovação financeira depende da capacidade de

novos participantes testarem produtos, ocuparem nichos específicos e introduzirem soluções tecnológicas que instituições tradicionais não desenvolvem com a mesma rapidez.

O exame do *trade-off* entre estabilidade e inovação demonstra que a regulação financeira deve equilibrar mitigação de riscos com incentivos adequados à entrada e à experimentação. As contribuições de Goodhart e Restoy reforçam que a proporcionalidade é o elemento central para superar essa tensão. Exigências excessivamente rígidas produzem barreiras de entrada, reduzem diversidade e limitam o dinamismo do sistema, enquanto a ausência de salvaguardas mínimas enfraquece a confiança e aumenta as vulnerabilidades.

Nesse sentido, as contribuições de Rachel Sztajn e Fernanda Garibaldi enriquecem e ancoram essa discussão na perspectiva do direito bancário e da concorrência no contexto brasileiro. Sztajn, ao identificar que a ênfase regulatória excessiva no sistema bancário tradicional historicamente engendrou formas paralelas de intermediação fora do perímetro supervisionado, fornece diagnóstico que ressoa diretamente com os riscos de deslocamento competitivo que a Resolução Conjunta nº 14 deve evitar.

Garibaldi, por sua vez, a partir da experiência do mercado brasileiro de pagamentos, demonstra empiricamente que uma abordagem regulatória pró-competitiva e proporcional ao risco não apenas promove a inovação e a contestabilidade, mas também cumpre função prudencial ao disciplinar as condutas dos agentes e contribuir para a estabilidade do sistema.

Tomadas em conjunto, essas perspectivas reforçam que a qualidade da regulação financeira não se mede apenas pela existência de requisitos prudenciais, mas pela capacidade de calibrá-los de modo que estabilidade, inovação e competição se reforcem mutuamente. A calibragem cuidadosa do capital mínimo, portanto, é essencial para que a busca por simetria regulatória não se converta, inadvertidamente, em um mecanismo de proteção de incumbentes ou em um obstáculo à competição dinâmica que sustenta a inovação e a eficiência do sistema financeiro.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Exposição de Motivos da Resolução Conjunta CMN/BCB nº 14, de 3 de novembro de 2025**. Brasília: BCB, 2025.

BARTH, James R.; CAPRIO, Gerard Jr.; LEVINE, Ross. **Rethinking Bank Regulation: Till Angels Govern**. Cambridge: Cambridge University Press, 2006.

FINANCIAL STABILITY BOARD (FSB). **FinTech and Market Structure in Financial Services: Market Developments and Potential Financial Stability Implications**. Basel: FSB, February 2019.

GARIBALDI BATISTA, Fernanda. **A institucionalização do Sistema de Pagamentos Brasileiro e os desafios de uma regulação financeira pró-competitiva**. Tese (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2023.

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

RESTOY, Fernando. **Fintech regulation: how to achieve a level playing field**. Financial Stability Institute, Occasional Paper No 17. February 2021.

SZTAJN, Rachel. **Sistema Financeiro: Entre Estabilidade e Risco**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

AUSÊNCIA DA FLOATING CHARGE NO DIREITO BRASILEIRO: CAUSAS, IMPACTO NO CRÉDITO, E ALTERNATIVAS

ABSENCE OF *FLOATING CHARGES* IN BRAZILIAN LAW: CAUSES, IMPACT ON CREDIT, AND ALTERNATIVES

Raul Dias da Cruz (Universidade de São Paulo)[377]

Resumo: O artigo investiga por que o direito brasileiro não incorporou uma garantia funcionalmente equivalente à *floating charge*, amplamente utilizada no direito inglês no crédito a pequenas e médias empresas. O objetivo é identificar as razões históricas, econômicas e jurídicas dessa ausência, bem como suas consequências e possíveis alternativas. A análise utiliza o método dos equivalentes funcionais de Zweigert e Kötz. O estudo demonstra que, no contexto inglês, a *floating charge* emergiu durante a Revolução Industrial para permitir a concessão de crédito com garantias sobre ativos flutuantes, preservando a atividade empresarial. Já no Brasil, fatores estruturais impediram a demanda por esse instituto, particularmente vinculados ao caráter agrário da economia e da sociedade até o fim do século XIX e, no século XX, à presença do grande capital, inclusive estrangeiro, do crédito estatal subsidiado e dos títulos cambiários. Como resultado, o problema funcional resolvido pela *floating charge* nunca teve peso suficiente no Brasil para promover sua adoção. Algumas lacunas permanecem em operações modernas – especialmente *asset-based lending, revolving credit facilities, LBOs e DIP financing* – que aqui exigem estruturas mais caras, fragmentadas e menos eficientes. O artigo conclui discutindo substitutos imperfeitos e propostas de reforma, inclusive o PL n. 4/2025, que aproximaria o sistema brasileiro dos padrões internacionais.

377 Bacharel em Direito pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Advogado na área empresarial, bancária e tributária. É membro efetivo da Comissão Especial de Direito Bancário da OAB/SP (2025-2027).

Palavras-chave: garantias; *floating charge*; crédito empresarial; pequenas e médias empresas; direito comparado; equivalentes funcionais; história do direito comercial.

Abstract: The article investigates why Brazilian law did not incorporate a functional equivalent to the floating charge, widely used in English law for lending to small and medium-sized enterprises. The goal is to identify the historical, economic, and legal reasons for this absence, as well as its consequences and possible alternatives. The analysis applies the functional-equivalence method of Zweigert and Kötz. The study shows that, in the English context, the floating charge emerged during the Industrial Revolution to enable credit secured by fluctuating assets while preserving the continuity of business operations. In Brazil, structural factors prevented any real demand for such an instrument – particularly the agrarian nature of the economy and society until the end of the nineteenth century and, in the twentieth, the dominance of large capital (including foreign capital), subsidized state credit, and negotiable instruments. As a result, the functional problem solved by the floating charge never carried enough weight in Brazil to trigger its adoption. Some gaps remain in modern transactions – especially asset-based lending, revolving credit facilities, LBOs, and DIP financing – which in Brazil require more expensive, fragmented, and less efficient structures. The article concludes by discussing imperfect substitutes and potential reforms, including PL n. 4/2025, which would bring the Brazilian system closer to international standards.

Keywords: security interests; floating charge; business credit; small and medium enterprises; comparative law; functional equivalents; history of commercial law.

Sumário: 1. Introdução. **2.** Metodologia dos equivalentes funcionais. **3.** As *Floating Charges*. 3.1. Definição. 3.2. Origem e difusão da *floating charge*. 3.3. A função da *floating charge*. **4.** Ausência da *floating*

charge no Brasil. 4.1. Causas. 4.2. Consequências da ausência. 4.3. Substitutos e insuficiências. 4.4. Propostas de reforma. **5.** Conclusão.

1. INTRODUÇÃO

Quase metade do crédito empresarial existente em setembro de 2025 foi destinado para micro, pequenas e médias empresas[378]. Embora o destino natural dessas operações seja o pagamento[379] e ambas as partes busquem evitar o inadimplemento, os índices são expressivos: 1,98% da carteira de crédito com recursos livres para pessoas jurídicas estava em atraso e 2,48% estavam inadimplentes; entre micro, pequenas e médias empresas, esse percentual alcança 5,38%[380]. Esse cenário demonstra a centralidade das garantias das obrigações e de sua disciplina jurídica[381]. O foco deste estudo recai sobre as garantias especiais das obrigações[382], que fornecem cobertura ao risco[383] de inadimplemento.

O objetivo do artigo é esclarecer por que o direito brasileiro pôde prescindir de um instituto funcionalmente equivalente às *floating charges*[384] – uma das principais garantias do direito inglês e amplamente utilizada por pequenas e médias empresas no financiamento bancário. Trata-se de um instituto que, no plano internacional, desempenha

378 BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Sistema Gerenciador de Séries Temporais – SGS. Série 27701; Série 27702; Série 21007; Série 21086; Série 27703; Série 27704**. Disponível em: https://www3.bcb.gov.br/sgspub. Acesso em: 9 nov. 2025.

379 SILVA, Clóvis Veríssimo do Couto e. **A obrigação como processo**. Rio de Janeiro: FGV, 2006. p. 6.

380 BCB, *ibidem*.

381 SALOMÃO NETO, Eduardo. **Direito Bancário**. 3. ed. São Paulo: Trevisan, 2020. p. 325.

382 SILVA, Fábio Rocha Pinto e. *ibid.* p. 103.

383 SILVA, Fábio Rocha Pinto e. **Garantias das Obrigações: Uma análise sistemática do Direito das Garantias e uma proposta abrangente para a sua reforma**. 1. ed. São Paulo: Instituto dos Advogados de São Paulo – IASP, 2017, p. 57.

384 Ao longo deste artigo será mantida a terminologia *floating charges,* que se traduziria para *garantia flutuante*, para evitar confusões com a *garantia flutuante* das debêntures, prevista no art. 58 da Lei n. 6.404, de 1976.

papel relevante na ampliação do acesso ao crédito e na redução de custos para credores e devedores[385].

A tese defendida é que a estrutura econômica e institucional brasileira dos séculos XIX e início do XX não gerou pressão funcional suficiente para a formação de uma *floating charge*. Quando fatores semelhantes aos que motivaram o seu surgimento finalmente se manifestaram, seu espaço foi ocupado por outros mecanismos: crédito estatal subsidiado, intervenção direta do Estado e instrumentos como antecipações, descontos e garantias pessoais. Hoje, contudo, operações de maior complexidade – como operações estruturadas, *DIP finance, LBOs* e financiamentos para PMEs intensivas em ativos circulantes – revelam uma zona de ineficiência que justifica reforma. Destaca-se também que a reforma do Código Civil (PL n. 4, de 2025) pode inaugurar a plena aceitação da *floating charge* em nosso ordenamento jurídico.

Em termos metodológicos, adota-se o método dos equivalentes funcionais de Zweigert e Kötz[386], incorporando críticas contemporâneas ao modelo, a fim de identificar como distintas tradições jurídicas respondem a problemas econômicos semelhantes e quais soluções podem ser reconstruídas no contexto brasileiro.

2. METODOLOGIA DOS EQUIVALENTES FUNCIONAIS

O método dos equivalentes funcionais é uma das principais abordagens no direito comparado. Ele foi descrito de maneira explícita por Zweigert e Kötz nos três primeiros capítulos de "*Introduction to Comparative Law*"[387]. Nesta seção do artigo a metodologia será

385 HARDMAN, Jonathan. **Law and Economics of the Floating Charge**. In: HARDMAN, Jonathan; MACPHERSON, Alisdair D. J. (ed.). Floating Charges in Scotland: New Perspectives and Current Issues. Edinburgh: Edinburgh University Press, 2022. p. 197-227.

386 ZWEIGERT, Konrad; KÖTZ, Hein. **Introduction to Comparative Law**. 3rd rev. ed. Translated from the German by Tony Weir. Oxford: Clarendon Press, 1998.

387 ZWEIGERT, Konrad; KÖTZ, Hein. *Ibidem*. p. 1-77.

resumida, assim como serão abordadas suas críticas, apresentando, ao fim, a razão de sua validade para este caso.

O esforço de microcomparação[388] tem como ponto de partida e núcleo metodológico[389] a afirmativa de que os países enfrentam problemas práticos semelhantes. Deriva-se disso que há funções sociais a serem cumpridas que são idênticas ou muito semelhantes em locais distintos, tornando a comparação possível mesmo diante de técnicas jurídicas díspares. Como estas variam, a pergunta deve ser posta em termos funcionais, sem referência aos conceitos de dado sistema jurídico[390]. Assim, antes de questionar se o Brasil aceita *floating charges* como garantia, deve-se compreender qual função esse instituto possui no direito inglês e, identificados problemas semelhantes no Brasil, como o ordenamento pátrio os solucionou. Resultado disso é que as soluções não precisam ser parecidas. O que em um local é resolvido por *hard law* em outros é resolvido pelo costume e em outros ainda encontra uma sociedade com tal estrutura que uma solução propriamente jurídica é dispensável[391].

Uma das principais linhagens de crítica[392] a Zweigert e Kötz e à tradição sistematizada por eles é aquela que rejeita, em particular, a similitude dos problemas a serem resolvidos pelo direito comparado, como em De Coninck[393], para quem os problemas são culturalmente e, portanto, ultimamente diferentes entre as sociedades. Acata-se,

388 *Ibidem*, p. 5.

389 HUSA, Jaako. **Farewell to functionalism or methodological tolerance?** In: *Rabels Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht / The Rabel Journal of Comparative and International Private Law*, Tübingen: Mohr Siebeck, v. 67, n. 3, p. 419-447, Julho, 2003.

390 ZWEIGERT, Konrad; KÖTZ, Hein. *op. cit.*, p. 34.

391 *Ibidem*, p. 35.

392 Para outras críticas, cfe. LEGRAND, Pierre. **Negative Comparative Law**. Journal of Comparative Law, vol. 10, n. 2, 2015. e indicações em HUSA, Jaako. **Farewell to functionalism or methodological tolerance?**.

393 DE CONINCK, Julie. **The Functional Method of Comparative Law: "Quo Vadis"?** In: Rabels Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht / The Rabel Journal of Comparative and International Private Law, Tübingen, v. 74, n. 2, p. 318–350, abr. 2010.

frente a isso, a limitação proposta por Michaels[394]. Em um âmbito limitado, mas produtivo, o método dos equivalentes funcionais guarda utilidade. É o caso da comparação entre sistemas de garantias em duas economias semelhantes – economias de mercado modernas, com um parque industrial e ramos econômicos desenvolvidos – dentro de um mesmo âmbito – operações de crédito.

Corretamente posicionada, a proposta de Zweigert e Kötz permite ordenar o estudo: qual o problema social que é resolvido no Reino Unido pelas *floating charges*? Esse problema ou algo próximo dele existe – e se sim, desde quando e onde – no Brasil? Existindo, como ele foi solucionado, já que não possuímos algo idêntico às *floating charges*?

3. AS FLOATING CHARGES

3.1. DEFINIÇÃO

A *floating charge* é uma garantia que "'*hovers over' the company's assets for the time being, enabling the company to deal with the assets in the ordinary course of business and attaches to them only when the charge crystallizes"*. É uma das garantias não proprietárias, diferenciando-se da *mortgage* – na qual há transferência de propriedade dos bens para o credor – e do *pledge* (penhor) – no qual é exigida tradição real. Pennington aproxima a *charge* da *hypotheca* romana.

A essência da *floating* charge não está em ser uma *charge* sob uma classe de ativos mutáveis ou sobre bens a serem futuramente adquiridos. Em tese, esses resultados poderiam ser alcançados com uma combinação de várias *fixed charges*[395], que admitem propriedade superveniente[396], em regime semelhante à nossa propriedade fiduciária (Art. 1.361, §3º, do Código Civil de 2002).

394 MICHAELS, Ralf. **The functional method of comparative law**. In: REIMANN, Mathias; ZIMMERMANN, Reinhard (ed.). The Oxford handbook of comparative law. Oxford: Oxford University Press, 2006. p. 340-391.

395 BENJAMIN, Joanna. **Interests in Securities**. 1. ed. Oxford: Oxford University Press, 2000, p. 102.

396 ELLINGER; LOMNICKA; HARE. *op. cit.* p. 844.

Das três características citadas, a diferenciação pelo grau de controle exercido pelo credor – e, portanto, pela liberdade do devedor para negociar os bens dados em garantia – é o consenso contemporâneo, como indicado por Ellinger, Lomnicka e Hare; MacPherson e Rapatz; Mokal; e Liquidato. Benjamin, apoiada em *Re Coslett (Contractors) Ltd.*, aprofunda esse consenso: a mera restrição da liberdade de disposição não descaracteriza a *floating charge*; o que a define é a ausência de controle contínuo do credor sobre os bens. As duas outras características são típicas, mas não essenciais.

3.2. ORIGEM E DIFUSÃO DA FLOATING CHARGE

A *floating charge* surgiu para atender a uma necessidade que não era suprida por outras soluções do ordenamento jurídico inglês e, portanto, seu desenvolvimento também foi eminentemente funcional. Pennington[397] localiza as necessidades que deram origem a essa garantia no segundo quartil do século XIX. Por essa época, expandia-se abruptamente a necessidade de crédito, impulsionada pela expansão da indústria e do comércio.

Enquanto as grandes companhias incorporadas pelo Parlamento – que gerenciavam as ferrovias e os serviços de luz, água, gás etc. – podiam emitir ações e debêntures para subscrição pública, as empresas menores dependiam diretamente de empréstimos para arrecadar capital. Esses empréstimos eram atendidos por meio dos *bonds*. Contudo, como aumentava rapidamente a demanda por crédito, mais e mais credores eram vinculados a um único devedor, agravando a concorrência em caso de inadimplementos e falências. Diante disso, os principais fornecedores de capital de longo prazo passaram a exigir garantias melhores para contratar suas operações.

Armour[398] também localiza a origem das *floating charges* nessa mesma conjuntura, mas credita a expansão do direito das garantias

397 PENNINGTON, Robert R. *op. cit.*, p. 630.

398 ARMOUR, John. **The chequered history of the floating charge**. Griffith Law Review, v. 13, n. 1, p. 25-56, 2004.

no Reino Unido ao desenvolvimento da responsabilidade limitada dos acionistas. Como não podiam mais ir atrás do patrimônio pessoal dos sócios, "*creditors were creating protection for themselves. They sought to take security interests over ever-increasing parcels of corporate assets, so as to maximize their insulation agains the possibility of default*"[399].

Armour também localiza a origem das *floating charges* nessa mesma conjuntura, mas credita a expansão do direito das garantias no Reino Unido ao desenvolvimento da responsabilidade limitada dos acionistas. Como não podiam mais ir atrás do patrimônio pessoal dos sócios, "*creditors were creating protection for themselves. They sought to take security interests over ever-increasing parcels of corporate assets, so as to maximize their insulation against the possibility of default*".

Em 1862, em *Holroyd v. Marshall*, surgiu pela primeira vez o que hoje se reconheceria como uma *floating charge,* após o tribunal reconhecer a prioridade de um credor com garantia sobre "maquinário futuramente adquirido" sobre um credor quirografário. Em seguida, a possibilidade contida no *Companies Clauses Consolidation Act 1845* de dar em *mortgage* todo o empreendimento em funcionamento de uma vez (chamado *undertaking*) influenciou a ideia da *floating charge.* Contudo, como mostra Armour, entendia-se que o devedor não era livre para negociar os bens dados em garantia sem anuência do credor, o que seria paralisante nesse caso. É em 1870, com *Re Panama, New Zealand and Australian Royal Mail Co.*, que a *floating charge* é reconhecida e esse problema é superado. No julgamento, o *Lord Justice Giffard* explica que ele "*take the object and meaning of the debenture to be this, that the word* ***'undertaking' necessarily infers that the company will go on***" e que, enquanto o empréstimo estiver adimplente, o credor não pode interferir em "*any dealing with the property of the company in* ***the ordinary course of carrying on their business***".

Consolida-se, então, a definição da *floating charge* dada anteriormente, como uma garantia sobre classes de ativos flutuantes

399 "Os credores criaram salvaguardas para si próprios. Eles buscaram garantias sobre parcelas progressivamente maiores dos ativos empresariais, a fim de maximizar seu isolamento contra o risco de inadimplemento". *Ibidem,* p. 27, trad. Própria.

que permitem que o devedor, sem anuência do credor, transacione com eles no curso normal dos negócios. Os debates que seguem posteriormente nos tribunais dizem respeito não mais à possibilidade da *floating charge*, mas de seu ranqueamento e da sua justiça perante outros credores – principalmente credores que naquela época eram quirografários e incapazes de renegociar, como os trabalhadores da empresa falida.

Atualmente, as *floating charges* são altamente difundidas no Reino Unido e se espalham pelo mundo. Hardman e MacPherson[400] verificaram por meio de dados fornecidos pelas *Companies Houses* – equivalentes, para fins imediatos, ao Registro Público de Empresas Mercantis brasileiro – que 9,24% das empresas registradas apresentaram garantias na modalidade de *charges*. Dessas, quase 80% contavam com *floating charges,* resultado semelhante ao encontrado pelo *The Insolvency Service*[401], enquanto Akintola[402] identificou que de 2.129 empresas que entraram em *CVL*[403] ou em *Administration*[404] 1.160 possuíam essa garantia, enquanto entre somente as primeiras a proporção de companhias com *floating charges* atingia quase 76%.

400 HARDMAN, Jonathan; MACPHERSON, Alisdair D. J. **The empirical importance of the floating charge in Scotland**. In: HARDMAN, Jonathan; MACPHERSON, Alisdair D. J. (ed.). Floating Charges in Scotland: New Perspectives and Current Issues. Edinburgh: Edinburgh University Press, 2022.

401 INSOLVENCY SERVICE, THE. **Creditors' Voluntary Liquidation (CVL) research report for the Insolvency Service**. Inglaterra e País de Gales: The Insolvency Service, 17 dez. 2024. Disponível em: https://www.gov.uk/government/publications/creditors-voluntary-liquidation-cvl-research-report-for-the-insolvency-service/cvl-research-report-for-the-insolvency-service. *Acesso em: 12 de nov. de 2025.*

402 AKINTOLA, *Kayode.* **What is left of the Floating Charge?.** 2016. Tese (Doutorado em Direito) – University of Nottingham, Nottingham, 2016.

403 O *Creditors' Voluntary Liquidation* é um procedimento por meio do qual a empresa devedora pede para entrar em liquidação voluntariamente, dando aos credores a responsabilidade de apontar o liquidante e conduzir o procedimento. Durante a *Administration* a empresa é agraciada com um *stay period*, no qual pedidos de falência não podem ser iniciados, execução de garantias dependem de autorização judicial ou do administrador e outros pedidos judiciais não podem ser apresentados contra a devedora.

404 A *Administration* é um procedimento por meio do qual uma empresa em dificuldades financeiras é posta sob administração de uma pessoa especializada. O início do procedimento e a nomeação do administrador podem ser feitos pela Justiça, pela própria empresa ou pelo detentor de uma *floating charge* qualificada.

Esses 9% devem ser considerados à luz do fato de que nem todas as empresas tomam crédito. Dados de 2023 mostram que 46% das empresas pesquisadas utilizavam financiamento externo, contra 36% no ano anterior. Nesse grupo, somente um quarto afirmou que ao menos um entre seus empréstimos era garantido, característica mais comum entre as empresas de maior porte dentre as *SMEs* (incorporadas, com até 250 funcionários etc.) e entre créditos de maior vulto. Nos outros casos, as garantias proprietárias dão espaço para garantias pessoais e produtos bancários tradicionais (cartões de crédito, *overdrafting* etc.).

Ao redor do mundo a *floating charge* é difundida como medida útil para facilitar o acesso ao crédito. MacPherson e Rapatz[405] descrevem a difusão e sua utilização para além do mundo anglófono[406]. Zhang[407] relata que na China, com a reforma introduzida na Lei de Propriedade de 2007, as expectativas em torno da importação desse instituto foram grandes. Ele escreve que:

> The importation of the floating charge was contemplated to improve the financing ability of companies and therefore accelerate the financial liquidity in Chinese market economy. **It was expected to facilitate the development of privately-owned small and medium enterprises**[408]**.**

405 MACPHERSON, Alisdair; RAPATZ, Caroline Sophie. *op. cit.*, p. 2-3.

406 "Diferentes jurisdições desenvolveram soluções para responder à necessidade prática de uma garantia flexível sobre ativos múltiplos. Consequentemente, equivalentes funcionais às *floating charges* existem em diversos sistemas jurídicos" (Tradução própria).

407 ZHANG, Lei. **Existing without equity: is the floating charge a successful importation in China?** IALS Student Law Review, v. 5, n. 2, p. 21-29, 2018.

408 "A importação da floating charge foi considerada para elevar a capacidade financeira e, portanto, acelerar a liquidez da economia de mercado na China. Esperava-se que fosse facilitado o desenvolvimento das pequenas e médias empresas privadas" (Trad. própria).

Uma consulta ao relatório Doing Business[409] mostra que diversos ordenamentos possuem instrumentos que se assemelham a *floating charges*, o que pode ser visto na seção de *"Strength of legal rights index"*. A situação varia mesmo dentro de uma mesma família do direito: alguns países de *civil law* como Brasil e Argentina não a possuem, enquanto outros, como Costa Rica, Bélgica e Chile sim. Mesmo na França, país de tradição civilista incontestável, há impulsos para reconhecer algo semelhante às *floating charges*, como nos debates travados entre Fredéric Dahan e Reinhard Damann[410]. Fica patente, assim, a sua utilização e expansão.

3.3. A FUNÇÃO DA FLOATING CHARGE

Inicialmente, cabe destacar que as *charges* – *fixed* e *floating* – são uma garantia tipicamente empresarial no direito inglês. Sua utilização fora desse âmbito, ainda que não vedada, é tornada economicamente inviável pelas disposições do *Bills of Sale Act 1878*. Tanto que uma empresa não incorporada que queira levantar crédito garantido é geralmente chamada a se incorporar para que o banco possa prover o financiamento citado assegurado por uma *charge*.

Para compreender o problema sob uma perspectiva do método dos equivalentes funcionais deve-se ir além dos efeitos jurídicos imediatos, já tratados. Caso contrário, a dúvida sobre o Brasil poderia ser rapidamente respondida. Mokal[411], olhando para os efeitos das *floating charges*, concorda que olhar para esses efeitos não é suficiente, já que a *floating charge* não cumpre adequadamente as funções clássicas

409 WORLD BANK GROUP. **Doing Business 2020. Washington, D.C.: The World Bank, 2019**. Disponível em: https://archive.doingbusiness.org/en/reports/global-reports/doing-business-2020. Acesso em: 12 nov. 2025.

410 DAMMANN, Reinhard; MALAVIELLE, Keyvan. **La floating charge: reconnaissance de cette sûreté anglaise en droit français et enseignements à tirer pour le nantissement de compte bancaire**. In: Droit Bancaire et Financier – Mélanges AEDBF France VIII. Paris: AEDBF France, 2021. p. 25-33.

411 MOKAL, Rizwaan Jameel. **The Floating Charge — An Elegy**. In: WORTHINGTON, Sarah (ed.). Commercial Law and Commercial Practice. Oxford: Hart Publishing, 2003.

das garantias (prioridade, monitoramento, sinalização e disciplina). Diante disso, procura em outras consequências das *floating charges* sua verdadeira função e localiza, na capacidade do credor iniciar e controlar o procedimento de *Administration*, sua principal utilidade.

Contudo, há um questionamento que surge com a análise histórica e que vai além tanto do que já tratamos, quanto do argumento de Mokal. A existência desse instituto está vinculada com a existência de empresas industriais com poucos ativos fixos ou imóveis, mas que necessitavam de mais do que aportes privados ou empréstimos com garantias pessoais dos sócios.

Pensado o direito inglês sob essa perspectiva de longo prazo, a *floating charge* cumpriu uma função principal: a sustentação do crédito aos pequenos e médios negócios na Revolução Industrial, garantindo créditos sobre classes de ativos circulantes ou sobre o *undertaking*, já que essas empresas eram fortes em ativos desse tipo e não possuíam, contrariamente, ativos fixos pesados como imóveis, terras etc. Fez isso, ainda, com baixos custos jurídicos e registrais, demandando apenas a inscrição da *charge* nas *Companies House* e permitindo referências amplas como "*all assets, presente and future*". Essa função desdobrou-se em outras utilidades, inclusive a questão do *Administration*, mas para fins de uma análise dos motivos de sua ausência no Brasil, aquela é a determinação principal.

4. AUSÊNCIA DA FLOATING CHARGE NO BRASIL

4.1. CAUSAS

Compreendida a função e a prevalência das *floating charges* até a atualidade, a sua ausência no direito brasileiro demanda explicação. Em 2016, o IBGE contabilizava 4,4 milhões de empresas ativas[412]. Nessa mesma época, pelo último dado disponibilizado pelo governo (2016), apenas 13.707 empresas (0,3% do total) possuíam faturamento bruto

412 IBGE. **Demografia das empresas e estatísticas de empreendedorismo: 2016**. Rio de Janeiro: IBGE, 2018.

anual superior a R$78 milhões[413]. A predominância das pequenas e médias empresas reflete-se, também, no pessoal ocupado: 81,79% das empresas possuíam até quatro pessoas ocupadas e 99,5% possuem menos de cem[414]. Existe público para essa garantia.

A sua ausência deve ser compreendida no processo histórico. Argumenta-se que até o início do século XX o caráter agrário de nossa economia não demandava esse tipo de garantia – os fazendeiros, grandes e pequenos, conseguiam crédito por meio dos comissários e das hipotecas –, enquanto os poucos negócios urbanos que existiam utilizavam do crédito de maneira informal, baseada na confiança entre as partes e, eventualmente, em penhora de bens. A industrialização brasileira a partir da virada do século depende, essencialmente, do grande capital estrangeiro e do Estado brasileiro – que não utilizam as *floating charges* – e, mesmo entre seu público nato, outras garantias difundiram-se mais.

O contrato – incluído aqui o mútuo feneratício – é a veste jurídico-formal de uma operação econômica[415]. As operações econômicas possíveis são dadas, em larga medida, pela estrutura geral da economia. São as operações que põem os problemas sociais que o direito vem resolver – entendidos aqui conforme Zweigert e Kötz. Sem uma determinada estrutura econômica, certos problemas sequer chegam a surgir. Os problemas postos pela economia agrária brasileira até o final do século XIX não são equivalentes e não geram, pois, equivalentes funcionais ao panorama da economia britânica do século XIX.

413 BRASIL. Ministério da Economia. **Comitê Gestor do eSocial. eSocial será implantado em cinco fases a partir de janeiro de 2018**. Brasília: Governo Federal, 2017. Disponível em: https://www.gov.br/esocial/pt-br/noticias/esocial-sera-implantado-em-cinco-fases-a-partir-de-janeiro-de-2018. Acesso em: 15 nov. 2025.

414 IBGE. **Demografia das Empresas e Estatísticas de Empreendedorismo: edição 2022**. Tabela 1.1 – Número de empresas ativas, pessoal ocupado total, pessoal ocupado assalariado, salários e outras remunerações, salário médio mensal e média de idade das empresas, segundo as faixas de pessoal ocupado total e as seções da classificação de atividades. Disponível em: <https://ftp.ibge.gov.br/Demografia_das_Empresas_e_Estatisticas_de_Empreendedorismo/2022/xlsx/Tabela_1_1.xlsx>. Acesso em: 15 nov. 2025.

415 ROPPO, Enzo. **O contrato**. 1. ed. Coimbra: Almedina, 2009. p. 11.

Até 1880 o Brasil não havia vivido ainda um surto industrial[416]. A combinação entre a proibição das manufaturas têxteis até o fim do período colonial, a competição com produtos ingleses e baixa barreira tarifária impedia sua ocorrência no país[417]. Até então, como escreve Caio Prado Júnior, a produção brasileira reduzia-se aos poucos gêneros de sua especialidade[418]. Só a partir da segunda metade do século XIX, com tarifas mais altas e superávits do café, se torna factível a implantação de indústrias no país. Os produtos agrícolas nunca caíram abaixo de 72% da pauta exportadora brasileira no período de 1821 a 1900[419], sendo o café e o açúcar os dois principais, representando frequentemente mais do que dois terços das exportações.

A demanda por crédito era constante. Piñeiro relata que, mais do que a "falta de braços" – causada pela incapacidade de a economia brasileira superar a dependência da escravidão –, em 1878 importantes proprietários afirmavam que o principal problema era a falta de recursos financeiros. As duas principais formas de financiar a crédito a produção agrícola brasileira eram os comissários – intermediários com os exportadores – e o crédito hipotecário. Progressivamente, aqueles começaram a atuar no financiamento da cafeicultura. As condições desse financiamento atendiam ao grau de risco dessas atividades: as taxas de juros eram altas e os prazos curtos. Os atores envolvidos (fazendeiros, comissários, negociantes, capitalistas), a situação legal do país (pré-Código Civil, com baixa tradição registral), a atividade econômica e seus bens de produção, baseados em ativos imóveis pesados, não eram propícios para as *floating charges* e se coadunavam muito melhor com as duas modalidades supracitadas.

---

416 SIMONSEN, Roberto C. **Evolução Industrial do Brasil e outros estudos**. São Paulo: Companhia Editora Nacional, 1973. p. 16.

417 *Ibidem*, p. 11.

418 PRADO JÚNIOR, Caio. **História Econômica do Brasil**. São Paulo: Brasiliense, 2008. p. 134.

419 MIRANDA, R. A. de. **Breve história da agropecuária brasileira**. In: LANDAU, E. C.; SILVA, G. A. da; MOURA, L.; HIRSCH, A.; GUIMARAES, D. P. (ed.). **Dinâmica da produção agropecuária e da paisagem natural no Brasil nas últimas décadas: cenário histórico, divisão política, características demográficas, socioeconômicas e ambientais**. Brasília, DF: Embrapa, 2020. v. 1, cap. 2, p. 31-57.

O crédito hipotecário ganha mais destaque na segunda metade do século XIX. Em 1864 é reformada a legislação hipotecária, com o Decreto n. 1.237[420], seguido em 1875 pelo Decreto n. 2.687[421]. De acordo com a primeira norma são objeto de hipoteca quase todos os bens próprios da produção agrícola: os imóveis, seus acessórios – que incluíam os instrumentos da lavoura e os utensílios das fábricas vinculadas aos imóveis –, os escravizados e os animais. Curiosamente, o mecanismo que desenvolveu as *floating charges* na Inglaterra foi proibido de maneira taxativa nesse Decreto, que vedava, no artigo 4º, a hipoteca geral e sobre bens futuros.

Nas cidades existiam comerciantes e pequenos negócios, assim como um mercado pujante de crédito, de modo que a explicação para a ausência das *floating charges* deve ser outra, já que estamos tratando de um cenário diferente daqueles típico do ambiente rural. Mesmo que embrionário e restrito, poderia, hipoteticamente, ter surgido algo como uma *floating charge* por aqui. Porém, tampouco a conjuntura também era promissora: a dificuldade aqui era a informalidade, que torna o ambiente incompatível com as *floating charges*.

Como as *charges* são garantias não-proprietárias sem posse direta sobre o colateral, elas precisam ser publicizadas para funcionarem e, preferencialmente, de maneira centralizada. Caso contrário, não há como proteger terceiros que negociem com o devedor, que poderá dar infinitas vezes – até ser descoberto – aquele mesmo bem em garantia sem que os credores saibam o que está sendo feito com eles. Esse cenário de informalidade exige um tipo de garantia diferente.

Por conta disso, a base do mercado de crédito urbano do Brasil oitocentista é a confiança interpessoal – o "nome na praça" – e o

420 BRASIL. **Decreto nº 1.237, de 24 de setembro de 1864**. Rio de Janeiro: Imprensa Nacional, 1864. Publicação original: Coleção de Leis do Império do Brasil – 1864, p. 69, vol. 1 pt. II.

421 BRASIL. **Decreto nº 2.687, de 6 de novembro de 1875**. Rio de Janeiro: Imprensa Nacional, 1875.

penhor. Os trabalhos de Carvalho[422], Penna[423], Almico[424] e um trabalho conjunto entre os dois últimos[425] expõem esse fato. Além disso, não havia aparelhamento do sistema bancário brasileiro à época, sendo a demanda por crédito assumida por indivíduos e pautada na honra entre os particulares[426]. Nas cidades menores, essa era a norma.

No Rio de Janeiro, que era o município mais populoso do país por larga vantagem, as relações creditícias tinham que assumir uma forma mais desenvolvida. Como relata Almico[427] é a reduzida população urbana em Juiz de Fora (cerca de 13.000 habitantes em 1890) que permite que a palavra tenha papel tão importante na região, mesmo cenário de Porto Feliz no trabalho de Carvalho. Em uma cidade maior, as garantias ganham maior importância e, naquele cenário, especialmente o penhor. Penna e Almico explicam[428]:

> A presença de um colateral para a dívida faz com que quem esteja emprestando o dinheiro não precise conhecer o histórico de bom pagador de quem pretende tomar esse dinheiro emprestado, algo que diminui sensivelmente os custos de operação nesse tipo de transação creditícia.

422 CARVALHO, Caio de Mattos**. O crédito e a palavra: as características creditícias no cotidiano de Porto Feliz (São Paulo, 1811-1850)**. *In*: ANPUH. 33.º Simpósio Nacional de História (SNH), Belo Horizonte: ANPUH, 2025.

423 PENNA, Clemente. **Comprar, vender e emprestar: o mercado informal de crédito na cidade do Rio de Janeiro, 1820-1870.** In: ANPUH. 28.º Simpósio Nacional de História (SNH), Florianópolis: ANPUH, 2015.

424 ALMICO, Rita de Cássia da Silva. **Dívida e obrigação: as relações de crédito em Minas Gerais, sécs. XIX/XX.** Tese (Doutorado em História) – Programa de Pós-Graduação em História Social, Universidade Federal Fluminense, Niterói, 2009.

425 PENNA, Clemente Gentil; ALMICO, Rita. **Tudo que tem valor vira vale: economia e circulação de crédito no contexto da Independência**. História Econômica & História de Empresas, v. 25, n. 1, p. 232-268, jan./abr. 2022.

426 ALMICO, Rita de Cássia da Silva. *op. cit.*, p. 161-2.

427 *Ibidem*, p. 155.

428 PENNA, Clemente; ALMICO, Rita. *op. cit.*, p. 24.

É importante compreender também que o penhor não depende, para existir, de um sistema registral. A tradição do colateral substitui as principais preocupações que as relações de garantia apresentam, a saber: a proteção de terceiros de boa-fé e a eficácia da garantia.

A economia dos penhores era bastante ativa. Existia uma imbricada relação entre o varejo, o crédito e o Poder Judiciário, na qual bens eram leiloados, vendidos no varejo de segunda mão e, posteriormente, penhorados para crédito, podendo ser novamente vendidos, movimentando o mercado. Nessa economia tiveram papel também os títulos de crédito, como os bilhetes de penhores que eram emitidos e circulavam entre negociantes.

Como visto, é a própria estrutura da economia que conformou esse sistema de crédito e, dele, o sistema de garantias. A economia brasileira, primeiro completamente colonial e em seguida majoritariamente agrária, levou a um desenvolvimento tardio dos centros urbanos. Os municípios ou eram pequenos e podiam contar com a palavra e a honra ou eram ligeiramente maiores, mas ainda pouco estruturados, e dependiam dos bens empenhados, apesar do desenvolvimento acelerado dos títulos de crédito na capital, o que será importante posteriormente.

O final do século XIX testemunhou o primeiro surto industrial brasileiro. Uma série de fatores – encilhamento, imigração, libertação dos escravos, prosperidade mundial e aumento das exportações – criou um ambiente favorável para seu desenvolvimento. Nos quatro primeiros anos da década de 1880 foram fundados 150 estabelecimentos industriais e, nos cinco anos seguintes, mais 248, sendo que em 1889 existiam mais de 630 no país, correspondentes em capital a cerca de 1,5 bilhão de libras esterlinas em valores atuais.

As indústrias brasileiras no começo do século XX eram fortemente apoiadas no grande capital estrangeiro. Como exemplos disso, a *São Paulo Railway Co., Ltd.* e a *Leopoldina Railway Company*, londrinas; a *São Paulo Tramway Light & Power Co.*, que construiu a Represa Billings, Tietê, Pinheiros e Henry Borden, canadense. A mesma empresa era dona da *Rio de Janeiro Tramway, Light & Power Co.,*

existente até hoje como a Light carioca, e comprou, posteriormente, a belga *Société Anonyme du Gaz de Rio de Janeiro* e a alemã *Rio de Janeiro Telephone Company*.

O financiamento dessas grandes companhias se dá, frequentemente, por debêntures com garantias hipotecárias dos terrenos e equipamentos relacionados à atividade, sejam as usinas elétricas[429], os trilhos, estradas, trens e estações, como no caso da Companhia Sorocaba financiada pelo *Deutsche Brasilianische Bank*[430]. Como esses grandes capitais financiavam projetos de infraestrutura de porte sem igual à época, a maior parte dos ativos das companhias não estava em ativo circulante, mas em imóveis, o que apontava, novamente, para o crédito hipotecário[431]. Eventualmente, também, essas empresas recorriam ao mercado de capitais[432]. Aqui, portanto, o problema funcional que foi respondido pelas *floating charges* não existia.

Empresas menores dependiam de relações pessoais, cenário que não muda até aproximadamente a década de 1950. São investimentos oriundos de empreendimentos anteriores dos próprios sócios – inicialmente na cafeicultura – ou de familiares dos industriais. Para além disso, a difusão prática da personalidade jurídica autônoma e da responsabilidade limitada é lenta no Brasil. Até bem recentemente, a informalidade era a marca dos pequenos negócios. Enquanto isso, na Inglaterra de 1855 qualquer pessoa era autorizada a constituir empresas, inclusive com responsabilidade limitada. Essa disparidade no desenvolvimento também influencia no tipo de garantia que é possível no mercado. Considere-se que a *floating charge* costuma ser

429 MARCONDES, Renato Leite. **Crédito privado antes da Grande Depressão do século XX: o mercado hipotecário**. Estudos Econômicos. São Paulo, v. 44, n. 4, out./dez. 2014, p. 771.

430 *Ibidem.*

431 CORTES, G. S.; MARCONDES, R. L.; DIAZ, M. D. M. **Mortgages for machinery: credit and industrial investment in pre-World War I Brazil. Financial History Review**, v. 21, n. 2, p. 191-212, 2014.

432 CARNABÁ, Niara Dezotti; FROSSARD, Tatiana de Matos; FREDDO, Daniela. **Sobre as fontes de financiamento da industrialização brasileira no final do século XIX à metade do século XX.** O Eco da Graduação, Brasília, v. 3, n. 2, ed. 6, jul./dez. 2018.

uma oneração geral sobre o patrimônio da empresa, permitindo-lhe negociar esses bens sem prejudicar a existência da garantia. Sem patrimônio separado, personalidade jurídica própria etc., essa função fica desprovida de sentido.

Finalmente, da Revolução de 1930 e principalmente de 1950 até hoje, período em que essa necessidade funcional passa a existir – a urbanização do Brasil aumenta o número de pequenas empresas com parte relevante do ativo em capital circulante – outros atores e instrumentos passam a ganhar preponderância, principalmente oriundos do Estado brasileiro. Em 1952 é fundado o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE) e em 1965 inicia-se o Programa de Financiamento a Pequenas e Médias Empresas (FIPEME). O FIPEME era o terceiro maior destino dos recursos do BNDE, atingindo quase 55 milhões de dólares em 1970.

Atualmente, o Brasil subsidia o crédito às pequenas empresas por meio do PRONAMPE (Lei n. 13.999, de 2020). Neste programa as instituições financeiras são estimuladas a emprestar a PMEs tendo por garantia os recursos do Fundo Garantidor de Operações, o qual a Lei prevê uma integralização da participação da União em até R$15,9 bilhões (Art. 6º). Essa intervenção estatal influencia para que outras garantias sejam dispensáveis.

A última característica que tornou as *floating charges* incompatíveis com a história do mercado de crédito brasileiro é que, quando essa necessidade funcional específica surgiu, outras soluções lhe tomaram o espaço. As operações de desconto de duplicatas e cheques, assim como antecipação de recebíveis e de cartões de crédito, somaram, em setembro de 2025, R$292 bilhões, enquanto o crédito para aquisição de bens atingiu R$179 bilhões. O capital de giro e o financiamento cedular são acompanhados, frequentemente, de garantias pessoais, como a fiança e o aval. Nesses espaços, portanto, um equivalente funcional foi encontrado. Essa tríade entre garantias pessoais, antecipações/descontos e crédito subsidiado preenche, quase que completamente, o espaço que na Inglaterra é preenchido por *floating charges*, inclusive em empresas com alto grau de ativos circulantes.

Em síntese, a estrutura econômica brasileira ou era incompatível com a existência das *floating charges* ou a dispensava. Até 1880, a base econômica agrária se financiava por meio dos comissários e das hipotecas, enquanto no ambiente urbano prevalecia a negociação informal, baseada na palavra ou no bem empenhado. Dali até 1950, o financiamento era destinado quase que absolutamente para grandes companhias, com forte vínculo com o capital estrangeiro e com o mercado de capitais, nas quais prevaleciam ativos fixos pesados e, portanto, adequados para a hipoteca. Pequenos negócios financiavam-se por relações pessoais ou por valores advindos de outros empreendimentos, inclusive agrários. Em grande parte dessa história, a inexistência de infraestrutura registral confiável impossibilitava algo como uma garantia sem posse direta. De 1950 em diante, essa lacuna é preenchida pelo crédito subsidiado e por outras garantias, sejam pessoais, sejam, em larga medida, descontos e antecipações de títulos de crédito e de recebíveis.

Se na Inglaterra a industrialização foi precoce e demandava crédito de maneira voraz para o financiamento do capital circulante, no Brasil ela foi tardia, impulsionada pelo Estado e só ocorreu quando o mercado mundial de crédito e o sistema de garantias já estavam firmados. Parte importante dela foi, portanto, o crédito subsidiado e, nos espaços relegados, outras formas de garantia já estruturadas. Assim, as necessidades funcionais que produziram as *floating charges* no Reino Unido não foram suficientemente fortes para reproduzi-las no Brasil e, como veremos adiante, as lacunas deixadas não pareceram relevantes a ponto de provocar uma reforma do nosso sistema de garantias.

4.2. CONSEQUÊNCIAS DA AUSÊNCIA

A principal necessidade funcional atendida por uma *floating charge* está solucionada no Brasil. Considere-se que a *floating charge* cumpre uma função no sistema econômico, atrelada, principalmente, ao financiamento de pequenos e médios negócios e à condução do

credor principal a uma posição privilegiada. Nesse ramo o Brasil está alimentado de maneira suficiente: como demonstrado, o mercado de crédito para esse público é pujante no país.

O pressuposto da metodologia, elegante e intuitiva, deve ser complexificado para esse momento da análise. A relação linear e biunívoca apresentada inicialmente é uma simplificação útil, mas não corresponde à vida real dos institutos, como eles operam e se mantêm. Na prática, institutos jurídicos raramente atendem a um único problema isolado. Frequentemente emergem e agem como resposta a um conjunto de demandas sobrepostas.

Aqui, o problema social primário está suficientemente atendido: o ordenamento conseguiu tornar o financiamento de pequenas e médias atrativo para instituições financeiras, envolvendo desde subsídios, outras garantias, até o alto *spread* bancário. Contudo, como a *floating charge* existe há mais de um século e meio no Reino Unido, ela apareceu para os juristas, empresários e credores daquela nação como uma solução possível para outros desafios encontrados na vida econômica e, portanto, moldou-se junto a esses problemas secundários. Alguns desses não foram solucionados pelo ordenamento jurídico brasileiro e restam em aberto. Só recentemente eles estão sendo sentidos e é questionável se possuem força suficiente para impulsionar uma reforma no sistema de garantias pátrio.

A primeira e mais imediata lacuna é a situação de uma pequena ou média empresa na qual o próprio estabelecimento é o principal ativo, com clientes, carteira de negócios, matérias-primas e produtos em estoque, mas de rápida circulação. Sem a *floating charge*, o empresário não pode dar esse estabelecimento em garantia como *business as a going concern*. Também não é reconhecido no direito brasileiro o penhor de estabelecimento empresarial ou de fundo de comércio, como explica Iacomini, cuja motivação também explica por que não podem ser alienados fiduciariamente: nem todos os bens são propriedade do devedor no estabelecimento e nele misturam-se bens móveis e imóveis.

A segunda lacuna, próxima dessa primeira, são operações de capital de giro *asset-based* sobre todo o negócio. Uma *Revolving Credit Facility* é frequentemente vinculada a uma garantia *"all-assets"* e à preferência que pode ser obtida por um credor detentor de uma *floating charge* com *negative pledge*. No Brasil, essa mesma estrutura depende de uma oneração sequencial sobre diferentes bens, correndo o risco de deixar lacunas e com maior custo jurídico e registral. Por conta disso, essas linhas são restritas a companhias de grande porte, deixando para as PMEs linhas rotativas de maior custo.

A terceira lacuna está em *corporate finance*. Em *leveraged buyouts*[433], o pacote típico de garantias a ser exigido por um financiador varia de país para país. Em alguns países – Estados Unidos[434], Noruega[435], Singapura[436] e, em menor medida, no Japão[437] – *floating charges* ou instrumentos com os mesmos efeitos jurídicos sobre classes de ativos ou sobre todo o negócio compõem o pacote. Em países que não a reconhecem – França[438], Suécia[439], Taiwan[440] etc. – é necessário combinar múltiplas garantias, o que se aplica ao Brasil

433 Em tradução livre: "Aquisições alavancadas".

434 LEGAL 500. **United States: Acquisition Finance – Country Comparative Guides 2025: Questions 9 e 10**. Legal 500, s.d. Disponível em: https://www.legal500.com/guides/chapter/united-states-acquisition-finance/. Acesso em: 15 nov. 2025.

435 *Idem*. **Norway: Acquisition Finance – Country Comparative Guides (Questions 9 & 10).** Legal 500, s.d. Disponível em: https://www.legal500.com/guides/chapter/norway-acquisition-finance/. Acesso em: 15 nov. 2025.

436 *Idem*. **Singapore: Acquisition Finance – Country Comparative Guides (Questions 9 & 10)**. Legal 500, s.d. Disponível em: https://www.legal500.com/guides/chapter/singapore-acquisition-finance/. Acesso em: 15 nov. 2025.

437 *Idem*. **Japan: Acquisition Finance – Country Comparative Guides (Questions 9 & 10)**. Legal 500, s.d. Disponível em: https://www.legal500.com/guides/chapter/japan-acquisition-finance/. Acesso em: 15 nov. 2025.

438 *Idem*. **France: Acquisition Finance – Country Comparative Guides (Questions 9 & 10)**. Legal 500, s.d. Disponível em: https://www.legal500.com/guides/chapter/france-acquisition-finance/. Acesso em: 15 nov. 2025.

439 *Idem*. **Sweden: Acquisition Finance – Country Comparative Guides (Questions 9 & 10)**. Legal 500, s.d. Disponível em: https://www.legal500.com/guides/chapter/sweden-acquisition-finance/. Acesso em: 15 nov. 2025.

440 *Idem*. **Taiwan: Acquisition Finance – Country Comparative Guides (Questions 9 & 10).** Legal 500, s.d. Disponível em: https://www.legal500.com/guides/chapter/taiwan-acquisition-finance/. Acesso em: 15 nov. 2025.

também e, como nos casos anteriores, aumenta o risco de lacunas e o custo jurídico e registral da operação.

4.3. SUBSTITUTOS E INSUFICIÊNCIAS

Há situações em que um equivalente prático da *floating charge* será de interesse do credor ou do devedor, ou de ambos, e, em termos econômicos, isso é coerente. A principal maneira de substituir a *floating charge* no Brasil é pela contratação simultânea de *alienações/cessões fiduciárias em garantia*. Com fundamento no Art. 66-B da Lei n. 4.728, de 1965 – "Lei do Mercado Financeiro e de Capitais" – e no art. 1.361, *caput* e parágrafos, constitui-se propriedade fiduciária sobre os bens determinados, cessão fiduciária sobre recebíveis, propriedade fiduciária sobre aquisições supervenientes determinadas e, em alguns casos, cessão fiduciária de quotas ou ações, somada à obrigação contratual de constituir garantias futuras. Como já visto, essa modalidade possui um problema grave, que é o alto custo jurídico e registral, assim como o risco de lacunas ou inadimplementos contratuais que não exercem efeitos sobre terceiros de boa-fé.

A hipótese que poderia ser apontada como uma das acepções da *floating charge* no direito brasileiro é a *garantia flutuante* das debêntures, prevista no Art. 58 da Lei n. 6.404, de 1976 (Lei das Sociedades por Ações). Essa garantia "assegura à debênture privilégio geral sobre o ativo da companhia, mas não impede a negociação dos bens que compõem esse ativo".

A definição, que parece próxima da *floating charge*, engana. Não se trata de uma garantia, mas de um ranqueamento perante outros créditos: a debênture, no regime da Lei 6.404, de 1976, poderia ser ranqueada como crédito com preferência sobre outros créditos (com garantia flutuante), ou seja, como dívida *sênior*; poderia ser um crédito quirografário; ou poderia ser um crédito subordinado, pago após todos os credores, inclusive quirografários, com exceção dos acionistas. Esse ranqueamento, conjugado com uma determinada taxa de juros, influenciaria o apetite do mercado por aquele título.

Não significa, portanto, que é uma garantia dada sobre todo o ativo da companhia – sequer é uma garantia –, de modo que possa ser cristalizado em garantias reais específicas no caso de inadimplemento da debênture, como no caso da *fixed charge*[441]. Mesmo que fosse uma *floating charge*, ainda seria uma aplicação limitada. Debêntures são títulos emitidos somente por sociedades por ações, que representam menos de 1% do universo de empresas existentes no país e são, na maior parte das vezes, empresas de maior porte.

Para mais, as debêntures com garantia flutuante foram efetivamente revogadas pela reforma da Lei n. 11.101, de 2005 (Lei de Falências e Recuperação de Empresas) em 2020. A Lei n. 14.112, de 2020 incluiu o §6º no artigo 84, dispondo que "os créditos que disponham de privilégio especial ou geral em outras normas integrarão a classe dos créditos quirografários" – no que se inclui a debênture com "garantia flutuante"[442].

Oliveira[443] argumenta que poderia ser admitida uma importação pela via da interpretação judicial analógica, no mesmo sentido realizado pela Suprema Corte da Holanda, equiparando-o com a propriedade fiduciária. A discussão baseia-se no caso *NBC Holding Corporation (Tanzania National Bank of Commerce) v. Societa Italiana Sisal e Afini Lavorata S.P.A*. Nele, a empresa devedora constituiu uma *floating charge* segundo a lei da Tanzânia incluindo os ativos na Holanda. Quando a *Sisal* tentou executar esses mesmos bens, o banco cristalizou suas *floating charges* em *fixed charges*. A Suprema Corte da Holanda dispensou o argumento de aplicação da lei holandesa pela *lex loci rei sitae* e equiparou a *floating charge* com o penhor silencioso (*stil pandrecht*), dando preferência ao credor tanzaniano.

441 Nesse sentido, cfe. CAVALLI, Cássio. **A silenciosa revogação das debêntures com garantia flutuante e o Marco Legal das Garantias.** Agenda Recuperacional. São Paulo. v. 2, n. 39, p. 1-3, mar./2024.

442 *Idem.*

443 OLIVEIRA, Carlos Eduardo Elias de. **Julgado da Suprema Corte da Holanda: adaptação lato sensu da garantia flutuante aos sistema de direitos reais nacionais.** Migalhas, 5 set. 2023. Disponível em: https://www.migalhas.com.br/coluna/migalhas-de-direito-privado-estrangeiro/393052/julgado-da-suprema-corte-da-holanda. Acesso em: 16 nov. 2025.

A aproximação é possível, mas delicada. A solução do caso baseia-se em um instituto próprio do direito holandês que é uma espécie de penhor *sobre direitos creditórios, presentes e futuros*. Mesmo do ponto de vista holandês é questionável afirmar que se trata de um verdadeiro equivalente da *floating charge*, já que essa se aplicaria a qualquer tipo de bem. No Brasil também se admite a cessão fiduciária de direitos creditórios, inclusive futuros, nos termos da Lei n. 4.728, de 1965, Art. 66-B, §3º, lido em conjunto com o Código Civil, e da Lei n. 10.931/2004, que estabelece que pode ser constituída garantia real na Cédula de Crédito Bancário sobre bens móveis ou imóveis, presentes ou futuros, inclusive fungíveis. Porém, o bem dado em garantia nesses casos ainda precisa ser determinável, o que contraria a natureza da *floating charge*, que admite onerações gerais sem qualquer especificação além do patrimônio geral empresarial.

A proposta de inclusão de cláusula de flutuação da coisa empenhada está presente em Liquidato[444]. Diferentemente do caso anterior, a aproximação da *floating charge* com o regime atual do penhor encontra dificuldades mais graves. O direito brasileiro, com o princípio da especialidade e com a exigência da tradição dos bens no penhor, afasta-se da *floating charge*. Mesmo o penhor mercantil ou industrial, que mantém o devedor na posse direta, não se aproxima da definição dada pela *floating charge*. O Decreto-Lei n. 413, de 1969 determina que os objetos do penhor cedular constituído na Cédula de Crédito Industrial "não podem ser removidos das propriedades nela mencionadas, sob qualquer pretexto e para onde quer que seja, sem prévio consentimento escrito do credor" (Art. 22, *caput*). Mesmo o penhor de matérias-primas exige que o devedor mantenha em estoque uma quantidade desses bens suficiente para a cobertura do saldo devedor garantido (Art. 43). Distante, portanto, da natureza da *floating charge* inglesa. Conclui-se, pois, que o Brasil não possui substitutos diretos para a garantia inglesa.

444 LIQUIDATO, Alexandre Gaetano Nicola. **O contrato de penhor**. 2012. Tese (Doutorado em Direito Civil) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012.

4.4. PROPOSTAS DE REFORMA

O PL n. 4, de 2025, recente proposta de Reforma do Código Civil, altera de maneira substancial diversos dispositivos sobre propriedade fiduciária e penhor (Arts. 1.361, 1.420-A, 1424, 1431 e seguintes e 1435-A), de forma que, lidos em conjunto, descrevem uma *floating charge* em termos brasileiros – ponto que, salvo engano, passou despercebido da maior parte dos comentários desse Projeto de Lei.

Nesses artigos, estendem-se as garantias reais para bens futuros, admite-se o penhor sobre universalidades de fato em negócios paritários, a permanência dos bens em poder do devedor, a sub-rogação dos bens, sua substituição ou adições aos bens dados em garantia etc. A última alteração citada (Art. 1.435-A) culmina na definição tradicional da *floating charge*: autoriza que o devedor que deu em garantia um estoque de bens fungíveis "**conserve o direito de vendê-lo, no todo ou em parte, no curso normal do negócio**" – repetindo a definição inglesa.

A alteração é bem-vinda, mas não da forma fragmentada em que se apresentou. São diversas disposições que, numa interpretação integradora, autorizam a *floating charge*. O resultado disso será alta litigiosidade e extensos debates doutrinários, a fim de entender se foi realmente isso que o legislador quis dizer, já que, podendo fazê-lo de maneira expressa, não o fez. Nesse mesmo sentido, sendo explícita a intenção de importar a *floating charge*, será levado a debate se isso quer dizer que outras consequências desse instituto no Reino Unido serão importadas também, como seus efeitos na insolvência, o papel do credor-líder etc.

Melhor é apresentar essa alteração em bloco único, admitindo uma nova forma de garantia no direito brasileiro e deixando pacificado até que ponto essa alteração vai e que efeitos tem sobre outras áreas do direito – particularmente no direito recuperacional e falimentar. Também deve ser acompanhada essa reforma pela continuidade dos avanços feitos no sentido de unificar e modernizar o sistema registral brasileiro, com impulsionamento de iniciativas como o e-Notariado,

necessárias para a implantação da *floating charge* no Brasil sem custos proibitivos.

É possível, diante disso, que o Brasil incorpore as *floating charges* num futuro próximo. A modernização é correta, mas deve levar em conta tanto a forma como alterações radicais são tratadas no país, quanto outras mudanças que devem acompanhar para que ela funcione devidamente.

5. CONCLUSÃO

A análise comparada evidencia que a ausência de um instituto funcionalmente equivalente à *floating charge* no direito brasileiro não decorre de resistência dogmática. O ponto central é estrutural: o problema econômico que motivou a criação da *floating charge* – viabilizar crédito empresarial lastreado em ativos circulantes, preservando a continuidade da atividade – demorou a se apresentar com intensidade suficiente no Brasil para gerar pressão institucional, jurisprudencial ou legislativa que conduzisse à sua formação.

A economia brasileira do século XIX e boa parte do século XX estava ancorada em bases agrárias, crédito rural hipotecário, baixa urbanização, frágil estrutura registral e forte dependência de capitais estrangeiros para financiar empresas de maior porte. Quando o país finalmente ingressou em uma fase de industrialização acelerada, o espaço para o desenvolvimento espontâneo de garantias flutuantes já havia sido ocupado por duas forças: a expansão do crédito estatal subsidiado e a proliferação de títulos de crédito e garantias pessoais como instrumentos centrais de financiamento do setor produtivo. Ambos serviram como substitutos funcionais, ainda que imperfeitos, e esvaziaram a demanda por um instituto de garantia sobre ativos rotativos semelhante ao modelo inglês.

No século XXI o quadro se altera. O mercado financeiro brasileiro se sofisticou, as operações de crédito estruturado se multiplicaram e o financiamento empresarial depende crescentemente de arranjos que lidem com estoques, recebíveis e demais ativos mutáveis. As soluções

tradicionais se tornaram custosas, pouco flexíveis e produzem insegurança jurídica, especialmente em operações como *asset-based lending, revolving credit facilities, LBOs e* financiamentos *DIP.*

Demonstra-se que o impedimento teórico e legal para o reconhecimento das *floating* charges é superável. Há uma lacuna institucional que persistiu porque, por muito tempo, não havia problema urgente a ser resolvido. Com a mudança do ambiente econômico, essa lacuna tornou-se relevante.

O desafio, portanto, não é importar categorias estrangeiras, mas reconstruir o sistema brasileiro de garantias a partir das funções econômicas que ele precisa desempenhar. O PL n. 4/2025 – ao propor um regime unitário, funcional e compatível com padrões internacionais – representa um passo nessa direção, embora ainda exija debate técnico robusto para evitar repetir a lógica formalista que historicamente limitou a criatividade do direito privado nacional. O ponto decisivo é que o Brasil não pode mais operar na fronteira inferior da eficiência em garantias mobiliárias, em especial diante das lições internacionais e das demandas de operações modernas.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AKINTOLA, Kayode. **What is left of the Floating Charge?.** 2016. Tese (Doutorado em Direito) – University of Nottingham, Nottingham, 2016.

ALMICO, Rita de Cássia da Silva. **Dívida e obrigação: as relações de crédito em Minas Gerais, sécs. XIX/XX.** Tese (Doutorado em História) – Programa de Pós-Graduação em História Social, Universidade Federal Fluminense, Niterói, 2009.

ARMOUR, John. **The chequered history of the floating charge.** Griffith Law Review, v. 13, n. 1, p. 25-56, 2004.

ASSIS, Ellen Fonseca de; MARSON, Michel Deliberali. **As origens do financiamento industrial no Brasil (1891-1940): um estudo da Companhia Antarctica Paulista**. Análise Econômica, Porto Alegre, v. 38, n. 77, p. 227-258, set. 2020. DOI: 10.22456/2176-5456.84267.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Sistema Gerenciador de Séries Temporais – SGS.** Disponível em: https://www3.bcb.gov.br/sgspub. Acesso em: 9 nov. 2025.

BENJAMIN, Joanna. **Interests in Securities**. 1. ed. Oxford: Oxford University Press, 2000, p. 102.

BRASIL. **Decreto nº 1.237, de 24 de setembro de 1864.** Rio de Janeiro: Imprensa Nacional, 1864. ***Publicação original: Coleção de Leis do Império do Brasil – 1864***, p. 69, vol. 1 pt. II.

BRASIL. **Decreto nº 2.687, de 6 de novembro de 1875**. Rio de Janeiro: Imprensa Nacional, 1875.

BRASIL. Ministério da Economia. ***Comitê Gestor do eSocial. eSocial será implantado em cinco fases a partir de janeiro de 2018***. Brasília: Governo Federal, 2017. Disponível em: https://www.gov.br/esocial/

pt-br/noticias/esocial-sera-implantado-em-cinco-fases-a-partir-de-janeiro-de-2018. Acesso em: 15 nov. 2025.

BVA BDRC. **SME Finance Monitor Q4 2023: Full Report**. Londres: BVA BDRC, Mar. 2024. Disponível em: https://www.bva-bdrc.com/wp-content/uploads/2024/03/BVABDRC_SME_FM_Q423_Full_Report.pdf. Acesso em: 12 nov. 2025.

CARNABÁ, Niara Dezotti; FROSSARD, Tatiana de Matos; FREDDO, Daniela. **Sobre as fontes de financiamento da industrialização brasileira no final do século XIX à metade do século XX**. O Eco da Graduação, Brasília, v. 3, n. 2, ed. 6, jul./dez. 2018.

CARVALHO, Caio de Mattos. **O crédito e a palavra: as características creditícias no cotidiano de Porto Feliz (São Paulo, 1811-1850)**. In: ANPUH. 33.º Simpósio Nacional de História (SNH), Belo Horizonte: ANPUH, 2025.

CAVALLI, Cássio. **A silenciosa revogação das debêntures com garantia flutuante e o Marco Legal das Garantias.** Agenda Recuperacional. São Paulo. v. 2, n. 39, p. 1-3, mar./2024.

CORTES, G. S.; MARCONDES, R. L.; DIAZ, M. D. M. **Mortgages for machinery: credit and industrial investment in pre-World War I Brazil. Financial History Review**, v. 21, n. 2, p. 191-212, 2014.

DAMMANN, Reinhard; MALAVIELLE, Keyvan. **La floating charge: reconnaissance de cette sûreté anglaise en droit français et enseignements à tirer pour le nantissement de compte bancaire.** In: Droit Bancaire et Financier – Mélanges AEDBF France VIII. Paris: AEDBF France, 2021. p. 25-33.

DAVID, René. **Os grandes sistemas do direito contemporâneo**. 4. ed. São Paulo: Martins Fontes, 2002.

ELLINGER, E. P.; LOMNICKA, Eva; HARE, C. V. M. **Ellinger's modern banking law**. 5th ed. Oxford: Oxford University Press, 2009.

HARDMAN, Jonathan; MACPHERSON, Alisdair D. J. **The empirical importance of the floating charge in Scotland**. In: HARDMAN, Jonathan; MACPHERSON, Alisdair D. J. (ed.). **Floating Charges in Scotland: New Perspectives and Current Issues**. Edinburgh: Edinburgh University Press, 2022.

HARDMAN, Jonathan. **Law and Economics of the Floating Charge**. In: HARDMAN, Jonathan; MACPHERSON, Alisdair D. J. (ed.). **Floating Charges in Scotland: New Perspectives and Current Issues**. Edinburgh: Edinburgh University Press, 2022. p. 197-227.

HUSA, Jaako. **Farewell to functionalism or methodological tolerance?** *In:* **Rabels Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht / The Rabel Journal of Comparative and International Private Law**, Tübingen: Mohr Siebeck, v. 67, n. 3, p. 419-447, Julho, 2003.

IACOMINI, Marcello Pietro. **Estabelecimento empresarial: negócios jurídicos pertinentes.** Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo: USP, São Paulo, 2010.

IBGE. **Demografia das empresas e estatísticas de empreendedorismo: 2016**. Rio de Janeiro: IBGE, 2018.

IBGE. **Demografia das Empresas e Estatísticas de Empreendedorismo: edição 2022**. Tabela 1.1 – Número de empresas ativas, pessoal ocupado total, pessoal ocupado assalariado, salários e outras remunerações, salário médio mensal e média de idade das empresas, segundo as faixas de pessoal ocupado total e as seções da classificação de atividades. Disponível em: <https://

ftp.ibge.gov.br/Demografia_das_Empresas_e_Estatisticas_de_Empreendedorismo/2022/xlsx/Tabela_1_1.xlsx>. Acesso em: 15 nov. 2025.

INSOLVENCY SERVICE, THE. **Creditors' Voluntary Liquidation (CVL) research report for the Insolvency Service**. Inglaterra e País de Gales: The Insolvency Service, 17 dez. 2024. Disponível em: https://www.gov.uk/government/publications/creditors-voluntary-liquidation-cvl-research-report-for-the-insolvency-service/cvl-research-report-for-the-insolvency-service. Acesso em: 12 de nov. de 2025.

LEGAL 500. ***United States: Acquisition Finance – Country Comparative Guides 2025: Questions 9 e 10***. Legal 500, s.d. Disponível em: https://www.legal500.com/guides/chapter/united-states-acquisition-finance/. Acesso em: 15 nov. 2025.

LEGAL 500. **France: Acquisition Finance – Country Comparative Guides (Questions 9 & 10).** Legal 500, s.d. Disponível em: https://www.legal500.com/guides/chapter/france-acquisition-finance/. Acesso em: 15 nov. 2025.

LEGAL 500. **Japan: Acquisition Finance – Country Comparative Guides (Questions 9 & 10).** Legal 500, s.d. Disponível em: https://www.legal500.com/guides/chapter/japan-acquisition-finance/. Acesso em: 15 nov. 2025.

LEGAL 500. **Norway: Acquisition Finance – Country Comparative Guides (Questions 9 & 10).** Legal 500, s.d. Disponível em: https://www.legal500.com/guides/chapter/norway-acquisition-finance/. Acesso em: 15 nov. 2025.

LEGAL 500. **Singapore: Acquisition Finance – Country Comparative Guides (Questions 9 & 10).** Legal 500, s.d. Disponível em: https://www.legal500.com/guides/chapter/singapore-acquisition-finance/. Acesso em: 15 nov. 2025.

LEGAL 500. **Sweden: Acquisition Finance – Country Comparative Guides (Questions 9 & 10)**. Legal 500, s.d. Disponível em: https://www.legal500.com/guides/chapter/sweden-acquisition-finance/. Acesso em: 15 nov. 2025.

LEGAL 500. **Taiwan: Acquisition Finance – Country Comparative Guides (Questions 9 & 10)**. Legal 500, s.d. Disponível em: https://www.legal500.com/guides/chapter/taiwan-acquisition-finance/. Acesso em: 15 nov. 2025.

LIQUIDATO, Alexandre Gaetano Nicola. **O contrato de penhor**. 2012. Tese (Doutorado em Direito Civil) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012.

MACPHERSON, Alisdair; RAPATZ, Caroline Sophie. **Introduction to Floating Charges in Comparative Perspective**. In: MACPHERSON, Alisdair; RAPATZ, Caroline Sophie (ed.). **Floating Charges in Comparative Perspective**. Cheltenham: Edward Elgar Publishing, 2025. p. 1–11.

MARCONDES, Renato Leite. **Crédito privado antes da Grande Depressão do século XX: o mercado hipotecário**. Estudos Econômicos. São Paulo, v. 44, n. 4, out./dez. 2014, p. 771.

MELLO, Pedro Carvalho de. **Os fazendeiros de café e o mercado financeiro e de capitais, 1871/88**. Estudos Econômicos, São Paulo, v. 14, n. 1, p. 145-161, jan./abr. 1984.

MICHAELS, Ralf. **The functional method of comparative law**. In: REIMANN, Mathias; ZIMMERMANN, Reinhard (ed.). **The Oxford handbook of comparative law**. Oxford: Oxford University Press, 2006. p. 340-391.

MIRANDA, R. A. de. **Breve história da agropecuária brasileira**. In: LANDAU, E. C.; SILVA, G. A. da; MOURA, L.; HIRSCH, A.; GUIMARÃES, D. P. (ed.). **Dinâmica da produção agropecuária e da paisagem natural**

no Brasil nas últimas décadas: cenário histórico, divisão política, características demográficas, socioeconômicas e ambientais. Brasília, DF: Embrapa, 2020. v. 1, cap. 2, p. 31–57.

MOKAL, Rizwaan Jameel. **The Floating Charge – An Elegy**. In: WORTHINGTON, Sarah (ed.). Commercial Law and Commercial Practice. Oxford: Hart Publishing, 2003.

OLIVEIRA, Carlos Eduardo Elias de. **Julgado da Suprema Corte da Holanda: adaptação lato sensu da garantia flutuante aos sistema de direitos reais nacionais**. Migalhas, 5 set. 2023. Disponível em: https://www.migalhas.com.br/coluna/migalhas-de-direito-privado-estrangeiro/393052/julgado-da-suprema-corte-da-holanda. Acesso em: 16 nov. 2025.

PENNA, Clemente Gentil; ALMICO, Rita. **Tudo que tem valor vira vale: economia e circulação de crédito no contexto da Independência**. História Econômica & História de Empresas, v. 25, n. 1, p. 232-268, jan./abr. 2022.

PENNA, Clemente. **Comprar, vender e emprestar: o mercado informal de crédito na cidade do Rio de Janeiro, 1820-1870**. In: ANPUH. 28.º Simpósio Nacional de História (SNH), Florianópolis: ANPUH, 2015.

PENNINGTON, Robert R. **The genesis of the floating charge**. The Modern Law Review, [S.l.], v. 23, n. 6, p. 630–646, nov. 1960.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil, vol. IV, Direitos Reais**. Rio de Janeiro: Forense, 2003.

PIÑEIRO, Théo Lobarinhas. **Política e crédito agrícola no Brasil do século XIX**. América Latina en la Historia Económica, Cidade do México, v. 3, n. 6, p. 41-53, 1996.

PRADO JÚNIOR, Caio. **História Econômica do Brasil**. São Paulo: Brasiliense, 2008.

RE COSSLETT (CONTRACTORS) LTD. **[1997] EWCA Civ J0729-4**. Court of Appeal (Civil Division), 29 July 1997.

ROPPO, Enzo. **O contrato**. 1. ed. Coimbra: Almedina, 2009.

SALOMÃO NETO, Eduardo**. Direito Bancário**. 3. ed. São Paulo: Trevisan, 2020.

SILVA, Clóvis Veríssimo do Couto e. **A obrigação como processo**. Rio de Janeiro: FGV, 2006.

SILVA, Fábio Rocha Pinto e. **Garantias das Obrigações: Uma análise sistemática do Direito das Garantias e uma proposta abrangente para a sua reforma**. 1. ed. São Paulo: Instituto dos Advogados de São Paulo – IASP, 2017.

SIMONSEN, Roberto C. **Evolução Industrial do Brasil e outros estudos**. São Paulo: Companhia Editora Nacional, 1973.

TOSI, Pedro Geraldo; FALEIROS, Rogério Naques; TEODORO, Rodrigo da Silva. **Crédito e pequena cafeicultura no Oeste Paulista: Franca/SP 1890-1914**. Revista Brasileira de Economia, Rio de Janeiro, v. 61, n. 3, p. 405-426.

WORLD BANK GROUP. **Doing Business 2020**. Washington, D.C.: The World Bank, 2019. Disponível em: https://archive.doingbusiness.org/en/reports/global-reports/doing-business-2020. Acesso em: 12 nov. 2025.

ZHANG, Lei. **Existing without equity: is the floating charge a successful importation in China?** IALS Student Law Review, v. 5, n. 2, p. 21-29, 2018.

ZWEIGERT, Konrad; KÖTZ, Hein. **Introduction to Comparative Law**. 3rd rev. ed. Translated from the German by Tony Weir. Oxford: Clarendon Press, 1998.

A CONTINUAÇÃO PROVISÓRIA DE ATIVIDADES NA FALÊNCIA: REFLEXÕES E PROPOSIÇÕES ACERCA DA POSITIVAÇÃO DO INSTITUTO NO BRASIL

PROVISIONAL CONTINUATION OF BUSINESS ACTIVITIES IN BANKRUPTCY: REFLECTIONS AND PROPOSALS ON THE CODIFICATION OF THE INSTITUTE IN BRAZIL

Ilio Gregolin Sanchez (Mackenzie, São Paulo)[445]

Resumo: o presente artigo examina o instituto da continuação provisória das atividades do falido no direito brasileiro, evidenciando sua relevância como instrumento de preservação da empresa e de maximização do ativo na falência. A partir de uma análise legislativa e doutrinária, demonstra-se que a Lei nº 11.101/2005 positivou o instituto de forma lacunosa, limitando-se a reconhecer seu cabimento sem, contudo, estabelecer um procedimento normativo claro para sua implementação. A pesquisa valeu-se, ainda, de abordagem comparada dos modelos argentino e italiano, e de análise empírica da falência de Buritirama Mineração S.A. A partir dessas referências, conclui-se que a difusão e o aperfeiçoamento da continuação provisória de atividades dependem da positivação de normas procedimentais mínimas, capazes de conferir previsibilidade, transparência e racionalidade econômica ao instituto, sem comprometer a flexibilidade e adaptabilidade a casos concretos. Com base nas lições extraídas das experiências estrangeira e nacional, propõe-se a inclusão de novos artigos na Lei nº 11.101/2005, instituindo um regime jurídico próprio para a continuação provisória das atividades do falido, com a devida delimitação de suas finalidades, requisitos e hipóteses de encerramento. Busca-se, com isso, nas hipóteses em que a medida se revelar viável, transformar a falência em instrumento de reorganização econômica da atividade produtiva, apto

445 Graduado em Direito pela Universidade Presbiteriana Mackenzie. Pós-graduando em Direito Empresarial pelo Insper. Integrante do TMA NextGen Brasil 2026. Advogado em São Paulo.

a harmonizar a máxima satisfação dos credores com a preservação do valor econômico e social das atividades do falido, em conformidade com os princípios do art. 75 da Lei nº 11.101/2005.

Palavras-chave: Falência; Continuação Provisória das Atividades do Falido; Maximização de Ativos; Preservação da Empresa; Venda da Empresa em Marcha.

Abstract: this article examines the institute of the provisional continuation of business activities in bankruptcy under Brazilian law, highlighting its relevance as an instrument for enterprise preservation and asset maximization in bankruptcy proceedings. Through a legislative and doctrinal analysis, it is demonstrated that Law No. 11,101/2005 codified the institute in a lacunary manner, merely acknowledging its possibility without establishing a clear procedural framework for its implementation. The research further adopts a comparative law approach, examining the Argentine and Italian models, as well as an empirical analysis of the bankruptcy of Buritirama Mineração S.A. Based on these references, it is concluded that the dissemination and enhancement of the institute depend on the enactment of minimum procedural rules capable of ensuring predictability, transparency, and economic rationality, without undermining the flexibility and adaptability required by concrete cases. Drawing on the lessons derived from foreign and domestic experiences, the study proposes the inclusion of new provisions in Law No. 11,101/2005, establishing a specific legal regime for the provisional continuation of business activities in bankruptcy, with clear definitions of its purposes, requirements, and termination hypotheses. The objective is to enable, whenever feasible, the transformation of bankruptcy into an instrument of economic reorganization of productive activity, one that reconciles the maximum satisfaction of creditors with the preservation of the economic and social value of the debtor's operations, in accordance with the principles set forth in Article 75 of Law No. 11,101/2005.

Keywords: Bankruptcy; Provisional Continuation of Activities; Asset Maximization; Enterprise Preservation; Going Concern Sale.

Sumário: 1. Introdução. **2.** Da Continuação Provisória de Atividades na Falência. **2.1.** Conceito, Previsão Legal e Objetivos. **2.2.** A Iniciativa do Pedido e os Requisitos para o Deferimento. **2.3.** Caráter Provisório. **2.4.** Da Condução das Atividades e do Tratamento das Obrigações Originadas no Curso da Continuação de Atividades. **2.5.** Encerramento. **3.** Da Análise Comparada. **3.1.** Da Continuação Provisória das Atividades do Falido no Direito Argentino. **3.2.** Da Continuação Provisória de Atividades do Falido no Direito Italiano. **3.3.** Das Lições da Análise Comparada. **4.** Da Análise Empírica: A Continuação Provisória de Atividades na Falência de Buritirama Mineração S.A. **5.** Reflexões e Proposições acerca da Positivação do Instituto da Continuação Provisória das Atividades na Falência no Brasil. **6.** Considerações Finais.

1. INTRODUÇÃO

Conforme leciona Nelson Abrão, a continuação exitosa das atividades na falência possibilita a geração de benefícios ao falido, aos credores, aos clientes e, em última análise, à própria economia local, regional ou nacional[446].

A lição de Nelson Abrão sintetiza, com notável clareza, o espírito que inspira o presente estudo. Busca-se demonstrar as vantagens que a continuação provisória de atividades na falência, quando viável, pode apresentar em detrimento do simples encerramento e liquidação dos ativos e, assim, propor reflexões acerca da positivação do instituto e sua aplicação prática.

Na atual conjuntura do direito pátrio, reconhece-se que a empresa constitui um organismo de interesse coletivo, cuja existência e regular

446 ABRÃO, Nelson. **A continuação do negócio na falência.** Tese Livre-Docência em Direito. Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, 1975, p. 153.

funcionamento irradiam efeitos para além da esfera patrimonial de seu titular[447]. Trata-se de ente dotado de relevância social e econômica, cuja preservação interessa não apenas aos sócios ou credores, mas ao próprio tecido produtivo e às relações de interdependência que dele decorrem.

Essa compreensão foi prestigiada pela vigente lei de reestruturação empresarial e falência, a Lei nº 11.101/2005, que erigiu a preservação da empresa e a busca pela manutenção de sua função social a princípio basilar do direito das empresas em crise[448].

Nessa perspectiva, a continuação das atividades na falência, quando viável, emerge como instrumento que privilegia a racionalidade sistêmica e a eficiência econômica, apto a compatibilizar os interesses privados dos credores e do falido com os interesses públicos de preservação da empresa, ainda que falida, enquanto função social relevante[449]. A manutenção provisória da atividade produtiva representa uma estratégia de otimização dos ativos da massa falida, permitindo a sua alienação em marcha, mitigando os impactos sistêmicos da falência.

O presente artigo tem por escopo examinar o instituto da falência com continuação de atividades no direito brasileiro, abordando seus fundamentos e desafios práticos, de modo a propor reflexões críticas a respeito de sua aplicação e de sua potencialidade como instrumento

447 FORGIONI, Paula A. **A Evolução do Direito Comercial Brasileiro:** da mercancia ao mercado. 7ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2025, RB-1.16. E-book.

448 NEDER CEREZETTI, Sheila C. **A Recuperação Judicial de Sociedades por Ações –** O Princípio da Preservação da Empresa na Lei de Recuperação e Falência. São Paulo: Malheiros, 2012, p. 80.

449 BERTOLDI, Marcelo M.; RIBEIRO, Marcia C. P. **Curso Avançado de Direito Comercial**. 12ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2022, RB-63.1. E-book.

de manutenção da função social da empresa e geração de valor a todos os *stakeholders*[450-451].

Para alcançar esse objetivo, inicia-se com um exame sistemático da Lei nº 11.101/2005, incluindo as alterações promovidas pela Lei nº 14.112/2020 ("LREF") e da doutrina especializada, com vistas a delimitar os contornos normativos e as condições para o deferimento e consecução da continuação de atividades na falência.

O estudo prossegue com uma abordagem comparada dos ordenamentos argentino e italiano, cujas legislações apresentam mecanismos consolidados de continuidade das atividades empresariais em contexto falimentar. Tal cotejo tem por finalidade extrair lições e boas práticas que possam inspirar o aperfeiçoamento do modelo brasileiro.

Em seguida, dedica-se um capítulo à análise da falência de Buritirama Mineração S.A., exemplo na experiência recente do direito brasileiro, em que a manutenção provisória das atividades – ainda em curso – tem se revelado como medida apta à preservação de valor e manutenção da função social da empresa.

Por fim, o artigo propõe reflexões e recomendações propositivas voltadas à consolidação do instituto no ordenamento nacional. Busca-se demonstrar que a falência com continuação de atividades pode – e deve – ser concebida como instrumento de efetivação da função social da empresa, de otimização da recuperação de crédito e de valorização

450 Na clássica conceituação de Newton de Lucca, define-se *stakeholder* como "aqueles que têm qualquer tipo de relação, econômica ou não, com a empresa (...). [*Stakeholder*] trata-se de uma palavra de difícil tradução para o vernáculo, o que explica, em parte - e apenas em parte - seu uso largamente repetido. Poder-se-ia sugerir, talvez, a expressão "centros de interesse" ou "grupos de interesse", sem muita vantagem, além de poder haver eventual reducionismo conceitual com seu emprego, principalmente se se leva em conta a concepção de Freeman, para quem o *stakeholder* pode ser 'qualquer um que afete ou seja afetado pelas atividades de uma empresa'". (DE LUCCA, Newton. **Da Ética Geral à Ética Empresarial**. 1ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 338).

451 Nesse caso e em futuras utilizações ao longo do artigo, entende-se por *stakeholders* todos aqueles que possuem relação, econômica ou não, com a massa falida, incluindo, mas não se limitando, aos credores, ao administrador judicial, ao Ministério Público, ao próprio falido e aos terceiros que contratarem com a massa falida.

dos ativos mediante a venda da empresa em marcha (como *going concern*).

2. DA CONTINUAÇÃO PROVISÓRIA DE ATIVIDADES NA FALÊNCIA

Embora prevista no ordenamento nacional desde 1890 – com o advento do Decreto nº 917, de 1890 –, a continuação provisória de atividades permanece como um instituto timidamente explorado pela doutrina e pela prática[452]. Neste tópico, busca-se analisar as suas características e formas de manifestação, à luz da doutrina e da experiência nacional.

2.1. CONCEITO, PREVISÃO LEGAL E OBJETIVOS

A continuação provisória de atividades na falência consiste na autorização judicial para continuação dos negócios do falido, sob a tutela do administrador judicial, após a decretação de falência. É caracterizada como medida excepcional, pois se contrapõe à regra geral, prevista no art. 102 da LREF, de que, decretada a falência, é determinada a inabilitação para exercício de qualquer atividade empresarial.

Na legislação brasileira, encontra previsão legal nos arts. 99, incisos VI e XI, 150 e 84, inciso I-A e §1º, da LREF. Esses são os únicos dispositivos que tratam do instituto e preveem apenas: (i) critério para deferimento, que dependerá da discricionariedade do julgador no momento da sentença falimentar (art. 99, inciso XI, da LREF) [453]; (ii) autorização à disposição de ativos para manutenção das atividades (art. 99, inciso VI, da LREF) [454]; e (iii) garantia de prioridade de pagamento

452 SCALZILLI, João P.; SPINELLI, Luis F.; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de Empresas e Falência:** Teoria e Prática na Lei 11.101/2005. 4ª ed. São Paulo: Grupo Almedina, 2023, p. 602.

453 FAZZIO JUNIOR, Waldo. **Nova Lei de Falência e Recuperação de Empresas**. São Paulo: Atlas, 2005, p. 268.

454 SACRAMONE, Marcelo B. **Comentários à Lei de Recuperação de Empresa e Falência**. 6ª ed. Rio de Janeiro: SRV, 2025, p. 485.

aos créditos constituídos durante e em decorrência da continuidade de atividades (arts. 150 e 84, inciso I-A e §1º, da LREF)[455].

Há críticas consideráveis de parte da doutrina a respeito do silêncio da lei. Adriana Pugliesi ressalta a necessidade de desenvolvimento de regramento específico – e mais completo – para a continuação provisória das atividades do falido, principalmente para direcioná-la à finalidade de alienação dos ativos em bloco e para impedir que os credores da massa possam ser negativamente afetados pelos resultados das atividades[456-457].

Por outro lado, Manoel Justino Bezerra Filho pondera que o legislador, deliberadamente, manteve o instituto da continuação provisória de atividades como "cláusula aberta", de modo a admitir flexibilidade e adaptabilidade do procedimento ao caso concreto[458].

Essa discussão será revisitada e devidamente endereçada em tópico específico do presente artigo, dada à sua relevância no sentido de propiciar o desenvolvimento e a maior utilização do instituto da falência continuada no Brasil.

Passando à análise dos objetivos, com a manutenção das atividades do falido, busca-se, essencialmente: (i) a preservação dos bens e ativos do falido, prevenindo seu perecimento e a perda de valor; (ii) a geração de resultados positivos a serem revertidos à massa falida a partir do exercício da atividade empresarial; (iii) a alienação do ativo operacional como *going concern* e, assim, com maior valor agregado em benefício da coletividade de credores[459]; e (iv) a preservação da

455 BORGES FILHO, Daltro; BARROS, Simone. In: TOLEDO, Paulo F. C. S. de (Coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas**. 1ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021, RB-18.13. E-book.

456 PUGLIESI, Adriana V. **Direito Falimentar e Preservação da Empresa**. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 184-185.

457 No mesmo sentido: VILAS BOAS, Daniel Rivorêdo. **A continuação dos negócios na falência:** critérios e condições. *In*: DIAS DO AMARAL, Paulo Adyr; FLORIANO NETO, Alex. **Direito Empresarial:** teoria, práticas e estratégias. Belo Horizonte: Del Rey, 2010, p. 94.

458 BEZERRA FILHO, Manoel Justino. **Lei de Recuperação de Empresas e Falência**. 17ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2025, p. 413.

459 DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. **Financiamento na Recuperação Judicial e na Falência**. 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022, p. 315.

função social do falido[460], seja durante a continuação de atividades – com a manutenção de postos de trabalho, recolhimento de tributos e movimentação da economia a partir da celebração de novos contratos, sob a tutela do administrador judicial –, seja após a venda do ativo em bloco, com a perpetuação da atividade sob nova administração[461].

2.2. A INICIATIVA DO PEDIDO E OS REQUISITOS PARA O DEFERIMENTO

Segundo a LREF, decretada a falência, a continuação de atividades sob a tutela do administrador judicial depende apenas de pronunciamento do julgador que, nos termos de art. 99, inciso XI, deverá, na sentença de quebra, se pronunciar a respeito da continuação de atividades ou sobre a lacração do estabelecimento[462].

A continuidade de atividades poderá se justificar quando verificado, pelo juiz, que a providência possibilitará uma otimização dos ativos ou quando observada particular relevância social e econômica da atividade exercida, devendo ser demonstrado, no caso concreto, que o encerramento da operação agravaria ainda mais o prejuízo dos credores e produziria efeitos negativos à economia[463].

460 ALMEIDA, Amador Paes de. **Curso de Falência e Recuperação de Empresa:** de acordo com a Lei n. 11.101/2005. 25ª ed. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 148.

461 Comparando os objetivos buscados pela LREF com os previstos no Decreto-Lei nº 7.661/1945, Adriana Pugliese pondera que a "distinção entre o antigo e o atual sistema legal é interessante, na medida em que aponta a diferença de objetivos da continuidade provisória de atividades da falida: enquanto no sistema da lei revogada era meio viabilizador da concordata suspensiva, na lei vigente é método de viabilização da preservação da empresa, a fim de que seja possível promover a venda em marcha do negócio. Atualmente, realiza-se a continuação de negócios com maior foco no interesse dos credores" (PUGLIESI, Adriana V. *op. cit.,* p. 191).

462 Fabio Ulhoa Coelho pondera que a lacração do estabelecimento e a continuação de atividades não são alternativas excludentes e que, inexistindo razões tanto para autorizar a continuação provisória de atividades como para determinar a lacração do estabelecimento, o julgador pode simplesmente denegar ambas as medidas (COELHO, Fabio U. **Comentários à Lei de Falências e de Recuperação de Empresas**. 14ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021, p. 364).

463 CUNHA, Fernando A. M. da; DIAS, Maria Rita R. P. **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência**. 2ª ed. Avaré: Contracorrente, 2025, p. 699; e PACHECO, José da Silva. **Processo de Recuperação Judicial, Extrajudicial e Falência:**

Pondera-se que, no revogado Decreto-Lei nº 7.661/1945 ("DL"), nos termos de seu art. 74, cabia apenas ao falido requerer a continuação do seu negócio. De forma que, caso não apresentasse tal pedido, ao menos segundo a letra da lei, não haveria possibilidade de iniciar-se a falência continuada. Entretanto, ainda sob a vigência do DL, a jurisprudência já interpretava tal previsão legal como obsoleta, admitindo o requerimento pelo próprio síndico, por credores e até mesmo por trabalhadores[464].

Quebrando com o paradigma insculpido na legislação revogada, a LREF deixa de prever que o requerimento para continuação das atividades dependa do interesse do falido[465]. Contudo, também deixa de prever qualquer atuação dos credores, do administrador judicial ou de qualquer outra parte interessada nessa deliberação.

Dessa forma, não há previsão expressa na lei acerca dos requisitos ou da legitimação ativa para pleitear-se pelo início da falência continuada, cabendo ao julgador, analisando o caso concreto, de ofício, decidir acerca da conveniência da continuidade do negócio[466].

Embora inexista previsão legal, entende-se que qualquer *stakeholder*[467] – notadamente qualquer credor – pode se manifestar acerca da conveniência da continuação de atividades após a decretação de falência[468]. Isso pois, com base nas manifestações eventualmente

em conformidade com a Lei nº 11.101/05 e a alteração da Lei nº 11.127/05. Rio de Janeiro: Forense, 2006, p. 254.

464 ABRÃO, Nelson. *op. cit.*, p. 95-96.

465 AQUINO, Diva Carvalho de. **Dos Efeitos da Decretação da Falência em Relação aos Bens e Pessoas do Devedor e Administradores**. *In*: PAIVA, Luiz Fernando Valente de. **Direito Falimentar e a nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas**. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 385.

466 CAMPINHO, Sérgio. **Curso de Direito Comercial** - Falência e Recuperação de Empresa. 15ª ed. Rio de Janeiro: SRV, 2025, p. 312.

467 DINIZ, Gustavo S. **Curso de Direito Comercial**. 2ª ed. Rio de Janeiro: Atlas, 2022, p. 754.

468 TJSP; Agravo de Instrumento 2382406-34.2024.8.26.0000; Relator: Ricardo Negrão; Órgão Julgador: 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial; Data da Decisão: 10/09/2025; Data de Publicação: 10/09/2025; e NEGRÃO, Ricardo. **Aspectos Objetivos da Lei de Recuperação de Empresas e de Falências**. 3ª ed. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 113.

apresentadas, o julgador terá mais subsídios para analisar o cabimento da medida.

Além disso, quanto ao momento de apreciação da conveniência da continuação de atividades, ressalta-se que, embora a LREF preveja que o julgador deverá se pronunciar a respeito da continuação de atividades na sentença falimentar, a exigência da LREF é apenas de manifestação sobre o tema e não de uma decisão final definitiva.

Assim, embora parte minoritária da doutrina entenda que essa é a única oportunidade para eventual deferimento da continuação provisória de atividades[469], entende-se que não há impedimento para que o julgador, após a sentença de quebra, à luz do que for apresentado pelos *stakeholders,* analise novamente a viabilidade e conveniência da medida e, eventualmente, a defira[470]. Ainda que sem previsão legal expressa, entende-se que não há força preclusiva da sentença falimentar sobre o assunto[471].

2.3. CARÁTER PROVISÓRIO

A continuação das atividades do falido, designada pelo legislador como "provisória" no art. 99, inciso XI, da LREF, suscita um debate doutrinário acerca de sua extensão temporal. Uma análise teleológica do instituto permite harmonizar as posições aparentemente conflitantes e assentar uma interpretação que privilegia a finalidade precípua do processo falimentar e da continuação de atividades: a maximização da satisfação dos créditos[472].

Sobre o tema, Fábio Ulhoa Coelho pondera que a continuação provisória deve ser muito breve, devendo ser tomadas, o quanto antes, todas as medidas para realização do ativo e início de exercício da

469 LOBATO, Moacyr. **Falência e recuperação**. Belo Horizonte: Del Rey, 2007, p. 198.

470 NEGRÃO, Ricardo. **Curso de Direito Comercial e de Empresa**. vol. 3. 18ª ed. Rio de Janeiro: Saraiva, 2024, p. 513; e MAMEDE, Gladston. **Direito Empresarial Brasileiro** - Falência e Recuperação de Empresas. 13ª ed. Rio de Janeiro: Atlas, 2022, p. 242.

471 TOMAZETTE, Marlon. **Curso de Direito Empresarial** - Falência e Recuperação de Empresas. vol. 3. 13ª ed. Rio de Janeiro: SRV, 2025, p. 378.

472 VILAS BOAS, Daniel Rivorêdo. *op. cit.*, p. 86.

atividade sob a gestão do terceiro adquirente. Para o autor, "o provisório que tende a se eternizar não tem sentido lógico nem jurídico; falta-lhe base na lei"[473].

A seu turno, Manoel Justino Bezerra Filho ensina que, embora alguns doutrinadores – como Fabio Ulhoa Coelho – afirmem que a continuação não deve se estender por tempo muito longo, tal observação parece não se justificar, pois, na sua visão, se a operação continuada estiver trazendo resultados positivos à massa falida, inexiste razão para sua interrupção. Para fundamentar seu posicionamento o autor menciona o caso concreto da "Carrocerias Caio", que permaneceu em continuação provisória por quase dez anos, encerrando-se posteriormente com a venda para grupo financeiro interessado, com resultado positivo para os credores[474].

Por um lado, é pertinente a advertência formulada por Fábio Ulhoa Coelho quanto ao risco de uma provisoriedade que se perpetue, desvirtuando a lógica do sistema. A falência é, em sua essência, um procedimento de liquidação, e a continuidade operacional representa medida de caráter excepcional. Sob essa ótica, revela-se legítima a preocupação com uma continuação indefinida e sem propósito, que apenas postergaria a inevitável realização do ativo, potencialmente em detrimento dos credores.

Entretanto, a contribuição de Manoel Justino Bezerra Filho é crucial para a correta delimitação do alcance dessa provisoriedade. A duração da continuidade não deve ser aferida por um critério meramente cronológico e abstrato de "brevidade", mas, sim, por um critério funcional e pragmático: a sua capacidade de gerar valor para a massa falida com vistas a uma alienação mais vantajosa.

Neste sentido, a continuação das atividades deve ser compreendida como um instrumento estratégico a serviço do objetivo

473 COELHO, Fabio U. *op. cit.*,. 14ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021, p. 364. No mesmo sentido: GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. **Administração da Falência, Realização do Ativo e Pagamento dos Credores**. *In*: SANTOS, Paulo Penalva (Coord.). **A nova lei de falências e de recuperação de empresas:** Lei nº 11.101/05. Rio de Janeiro: Forense, 2006, p. 260

474 BEZERRA FILHO, Manoel Justino. *op. cit.*, p. 412.

final, que é a alienação do ativo em bloco e em marcha pelo maior valor possível. A venda da empresa como uma unidade produtiva em funcionamento (*going concern*) possui, invariavelmente, um valor agregado superior à soma da venda isolada de seus bens. É para viabilizar essa modalidade de alienação – compreendida como a mais benéfica para os credores, nos termos do art. 140, inciso I, da LREF – que a continuidade provisória se justifica.

Portanto, a conclusão que se impõe é que a provisoriedade do instituto não se traduz em uma duração necessariamente curta, mas em uma condição teleologicamente orientada, à luz do objetivo maior da falência, disposto no art. 75, inciso I, da LREF, qual seja "preservar e otimizar a utilização produtiva dos bens, dos ativos e dos recursos produtivos, inclusive os intangíveis, da empresa".

Dessa forma, a continuação é provisória porque visa a um evento futuro e certo: a alienação da empresa. Assim, ela não deve se perpetuar indefinidamente, mas deve durar o tempo que for necessário para que tal alienação em bloco seja possível e realizada nas melhores condições possíveis, desde que atendido o requisito fundamental, como bem aponta Manoel Justino Bezerra Filho: que a atividade se mantenha lucrativa.

A lucratividade durante o período de continuação é o lastro que legitima sua extensão – não indefinição – no tempo. Se a empresa continua a gerar resultados positivos, ela não apenas evita o aumento do passivo, como também preserva e potencializa o valor do ativo que será liquidado, tornando a espera pela proposta de aquisição ideal um investimento vantajoso para a massa falida. O caso "Carrocerias Caio", que perdurou por quase uma década com resultado positivo, é a prova empírica da aplicação deste entendimento[475].

475 Ainda sob a égide do DL, Nelson Abrão – citando caso concreto em que a falência continuada durou cerca de seis anos e, com os proveitos do exercício da atividade empresarial, alcançou-se não só o pagamento integral dos credores, mas também a conservação da empresa – já ponderava que seria descabida a previsão de prazo fixo para a continuação de atividades, devendo cada falência ser analisada casuisticamente, buscando-se o melhor resultado possível a todos os *stakeholders (*ABRÃO, Nelson. *op. cit.*, p. 145).

Em suma, a continuação é provisória no sentido de que é transitória, um meio para um fim específico: a alienação da empresa em bloco e em marcha, com valor maior do que a simples soma dos ativos vendidos separadamente. Sua duração é condicionada não a um prazo fixo, mas à sua utilidade e vantagem econômica, cessando quando se tornar deficitária ou com a alienação do ativo operacional.

2.4. DA CONDUÇÃO DAS ATIVIDADES E DO TRATAMENTO DAS OBRIGAÇÕES ORIGINADAS NO CURSO DA CONTINUAÇÃO DE ATIVIDADES

Uma vez deferida a continuação provisória das atividades, nos termos do art. 99, inciso XI, da LREF, a sua condução é outorgada ao administrador judicial, o qual é investido de poderes para praticar atos de administração ordinária, inclusive alienar ou onerar bens, desde que tais atos se mostrem indispensáveis e integrem as operações correntes da atividade empresarial continuada, conforme autoriza o art. 99, inciso VI, do mesmo diploma legal[476].

Contudo, em alguns casos, a complexidade inerente a certas atividades empresariais pode exigir um conhecimento técnico que extrapola a expertise jurídica e contábil do administrador judicial. Em tais hipóteses, emerge a figura do gestor judicial especializado, um profissional com experiência no setor de atuação do falido, que atuaria sob a supervisão direta do administrador judicial.

Em que pese a ausência de previsão legal na LREF, a nomeação de um gestor judicial é defendida como solução para esse desafio. Essa é a posição de Adriana Pugliesi, que argumenta que a gestão técnica e especializada é um fator crítico de sucesso, potencializando não apenas os resultados da operação continuada, mas, fundamentalmente, o valor de alienação do ativo[477].

476 SACRAMONE, Marcelo B. *op. cit.*, p. 485.
477 PUGLIESI, Adriana V. *op. cit.*, p. 187

Esse posicionamento encontra respaldo na experiência brasileira. A nomeação de gestores especializados tem se mostrado como um caminho viável e recomendado para o sucesso da falência continuada. Exemplos de sua aplicação incluem as falências de Mondelli Indústria de Alimentos S.A., de Weldintec Industrial e Comércio Ltda. e de Buritirama Mineração S.A. [478], sendo esta última objeto de estudo específico no presente trabalho.

Caso nomeado, estabelece-se uma clara divisão de responsabilidades, essencial para a governança da massa falida. O administrador judicial mantém-se encarregado de suas competências legais primordiais, como a representação processual, a fiscalização dos atos, verificação de créditos, dentre outras, conforme delineado no art. 22, incisos I e III, da LREF. Em contrapartida, compete ao gestor judicial a gestão cotidiana do ativo operacional da massa falida: as decisões de produção, a estratégia comercial, a logística e a gestão da equipe. O gestor atua, portanto, como o braço executivo e técnico da operação, sempre sob a supervisão do administrador judicial.

Apesar de dispor que a continuidade de atividades será exercida pelo administrador judicial, a LREF é notavelmente silente quanto aos parâmetros e à metodologia de gestão. Essa lacuna normativa impõe o recurso à doutrina e à lógica empresarial para delinear o assunto.

É primordial a existência de um nexo indissociável entre a atividade continuada e o objeto original do devedor[479]. A atividade não deve ser substancialmente alterada, admitindo-se, contudo, "modificações qualitativas" que visem otimizar a circulação de produtos. A gestão, portanto, distancia-se de um papel meramente conservatório para assumir um caráter dinâmico e alinhado às melhores práticas de mercado. É lícito ao administrador adotar

478 Falência de Mondelli Indústria de Alimentos S.A., autos nº 0004265-12.2012.8.26.0071, em trâmite perante a 1ª Vara Cível de Bauru, Estado de São Paulo; Falência de Weldintec Industrial e Comércio Ltda., autos nº 0032763-91.2009.8.26.0114, em trâmite perante a 1ª Vara Cível de Campinas, Estado de São Paulo; e Falência de Buritirama Mineração S.A., autos nº 1079544-45.2022.8.26.0100, em trâmite perante a 2ª Vara de Recuperações Judicial e Falências do Foro Central de São Paulo, Estado de São Paulo.

479 ABRÃO, Nelson. *op. cit.*, p. 144.

estratégias antes negligenciadas pelo falido, desde que se mostrem úteis ao bom andamento negocial[480].

Essa gestão dinâmica se reflete na administração do patrimônio. A abordagem deve ser estratégica: os ativos operacionais, essenciais à produção, devem ser preservados para manter a empresa como uma unidade funcional (*going concern*). Em contrapartida, os ativos não operacionais devem ser liquidados com celeridade para gerar liquidez, capital de giro, e reduzir custos de manutenção. A exceção a essa regra ocorre quando a manutenção de um ativo não operacional se justificar por uma agregação de valor significativa na futura e esperada venda em bloco da empresa[481] – entendida como "*azienda*[482]".

Com a continuidade de atividades, a massa falida – seja pelo administrador judicial, seja pelo gestor judicial – passa a atuar no mercado, o que ocorre por meio de contratos. Os modernos complexos produtivos são, em essência, feixes de relações contratuais[483]. A aquisição de matéria-prima, a contratação de serviços, o fornecimento de produtos, o pagamento de salários, entre outros, não são atos isolados, mas negócios jurídicos que geram um fluxo contínuo de novas obrigações.

Nesse contexto, o administrador judicial assume uma posição de protagonismo e de grande responsabilidade. É ele – ou, eventualmente, o gestor judicial sob sua supervisão – o agente encarregado de celebrar, em nome da massa falida, os contratos que darão vida à operação. A lei lhe confere essa prerrogativa sem, contudo, detalhar um procedimento.

---

480 PROVINCIALI, Renzo. **La continuazione dell'impresa del fallito. Revista Il Diritto Fallimentare e delle Società Commerciali**. Milão, 1972.

481 RIVOLTA, Gian Carlo M. **L'Esercizio dell'Impresa nel Fallimento.** Milão, 1969, p. 350.

482 No conceito de Tullio Ascarelli: "*Il complesso dei beni organizzati dall'imprenditore per l'secizio dell'impresa – suona l'art 2555 – constuisce l'azienda; all'attività professionale dell'imprendiore (impresa) si contrappone cosi un complesso di beni, strumento dell'a attività di esercizio, frutto di quella di organizzazione"* (ASCARELLI, Tullio. **Corso di Diritto Commerciale**. 3ª ed. Milão, 1962, p. 311).

483 FORGIONI, Paula A. **Contratos Empresariais**. 10ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2025, p. RB-1.9. E-book; e ROPPO, Vicenzo**. Il Contratto**. Milão: Giuffrè, 2001, p. 56.

Diante da ausência de um procedimento legal detalhado, impõe-se ao administrador judicial uma atuação pautada pela máxima diligência e transparência. Para decisões estratégicas de maior impacto, a boa governança recomenda a consulta prévia aos *stakeholders* e, a depender da sensibilidade da matéria, a busca pela homologação judicial como forma de mitigar riscos e conferir maior legitimidade ao ato. Cabe sempre ao julgador o poder-dever de coibir eventuais abusos e assegurar que o poder de contratar sirva ao seu único propósito legítimo: a maximização dos ativos em benefício de toda a comunidade de credores.

No que tange ao tratamento das obrigações constituídas durante a operação continuada, para viabilizar a celebração de novos contratos e garantir segurança jurídica a terceiros, a LREF estabeleceu prioridade de pagamento aos créditos constituídos em decorrência da continuidade de atividades, que ocupam o primeiro lugar na ordem de pagamento da falência[484]. Nos termos dos arts. 84, inciso I -A §1º, e 150, as despesas concebidas no curso da continuidade serão suportadas pela massa falida e pagas pelo administrador judicial com "os recursos disponíveis em caixa"[485]. Tais pagamentos, portanto, devem ser realizados independentemente da realização de qualquer rateio ou dos atos de composição do quadro geral de credores[486].

Sob a perspectiva econômica e empresarial, essa prioridade[487] exerce função estratégica para o bom funcionamento do instituto da

484 AZZONI, Clara M. *In*: BONTEMPO, Joana G. B.; SANT'ANA, Maria Fabiana S. D.; OSNA, Mayara R. I. (Coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência:** Lei 11.101/2005. Indaiatuba: Foco, 2022, p. 761.

485 LICKS, Gustavo. *In*: ALVEZ, Alexandre F. de A.; LICKS, Gustavo; GONÇALVES, Oksandro; TEIXEIRA, Pedro F (Coord.). **Lei de Recuperação e Falência Comentada**. vol. 2. 1ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2025, p. 421.

486 BUSCHINELLI, Gabriel S. K.; SOUZA, Ana E. L. de. *In*: TOLEDO, Paulo F. C. S. de (Coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas**. 1ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021, p. RB-26.1. E-book.

487 "Os créditos previstos no art. 150 e 151 são os primeiros da fila dos extraconcursais, ou seja, são créditos super prioritários" (MANGE, Renato L. de M. MANGE, Eduardo Foz. **Classificação dos Créditos na Falência.** *In*: VASCONCELOS, Ronaldo; HANESAKA, Thais D. da S.; PIVA, Fernanda N.; DE ORLEANS E BRAGANÇA, Gabriel J.; SANT'ANA, Thomaz L. (Coord). **Reforma da Lei de Recuperação e Falência**. São Paulo: IASP, 2021, p. 933).

falência continuada. Ao conferir tratamento privilegiado às obrigações contraídas pela massa falida nesse período, o legislador estimula a confiança de terceiros. Sem tal garantia, a continuidade da atividade produtiva tornar-se-ia praticamente inviável, dado o elevado risco de inadimplemento e a posição que esses créditos poderiam assumir no quadro geral de credores da falência.

Assim, todos os dispêndios decorrentes da operação continuada são protegidos pela ordem legal de pagamento, posicionando-se no ápice da hierarquia de créditos da falência.

2.5. ENCERRAMENTO

Como delineado, o fim último da continuação de atividades é a maximização do ativo, possibilitando a sua venda como *going concern* e a geração de lucro através da exploração da atividade empresarial o que, por consequência, preserva a função social da empresa. Nesse diapasão, uma vez iniciada, a falência continuada não se destina a ser perpétua – embora, como visto, possa ter duração alongada. Seu caráter instrumental é orientado para um desfecho.

Assim, existem duas principais hipóteses para o seu encerramento: o cenário positivo, com o cumprimento do objeto da operação continuada através da alienação do ativo operacional como *going concern*[488], e o cenário negativo, com a cessação da atividade, por determinação judicial, por gerar prejuízos à massa falida ou pela constatação da impossibilidade de atingimento dos objetivos delineados[489].

Busca-se sempre o cenário positivo, com a perpetuação e preservação da atividade empresária e o cumprimento de sua função social sob a tutela do terceiro adquirente do ativo.

488 NEGRÃO, Ricardo. **Curso de Direito Comercial e de Empresa.** vol. 3. 18ª ed. Rio de Janeiro: Saraiva, 2024, p. 513.

489 TJSP; Agravo de Instrumento 2293998-72.2021.8.26.0000; Relator: Natan Zelinschi de Arruda; Órgão Julgador: 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial; Data da Decisão: 04/09/2022; Data de Publicação: 04/09/2022.

Contudo, há sempre a possibilidade de, após iniciada, a continuação provisória se demonstrar inviável ou prejudicial à coletividade de credores e, nessas hipóteses, o juiz deve determinar a sua imediata cessação[490].

Isso porque, como abordado, em razão do privilégio garantido aos créditos constituídos durante e em decorrência da falência continuada – arts. 150 e 84, inciso I-A e §1º, da LREF – a continuidade de uma atividade deficitária ensejará a dilapidação do patrimônio da massa falida. Nesse caso, ao invés de gerar valor, a continuação de atividades diminuirá a perspectiva de recebimento da coletividade de credores.

Nesse aspecto, retoma-se a crítica sustentada por Adriana Pugliesi[491] e por Daniel Vilas Boas[492]: a LREF não previu regramento claro à falência continuada, inexistindo procedimento legal acerca da forma de encerramento da operação. Diante da lacuna legal, cabe ao julgador, sempre amparado pelo administrador judicial – e, eventualmente, pelo gestor judicial nomeado –, Ministério Público e coletividade de credores, analisar a viabilidade e a conveniência da manutenção da operação continuada e, se o caso, após o seu início, se observada a sua inviabilidade ou a geração de ônus à massa falida, determinar o seu encerramento.

Entende-se, portanto, que o encerramento da falência continuada se materializa por duas vias: com a alienação do ativo operacional como *going concern* ou com a decretação de encerramento pelo julgador em caso de inviabilidade do prosseguimento de atividades ou geração de ônus à massa falida.

490 PUGLIESI, Adriana V. *op. cit.*, p. 194-195.
491 PUGLIESI, Adriana V. *op. cit.*, p. 184-185.
492 VILAS BOAS, Daniel Rivorêdo. *op. cit.*, p. 94.

3. DA ANÁLISE COMPARADA

Como mencionado, a falência com continuação provisória de atividades encontra previsão legal no direito brasileiro desde a primeira lei falimentar extravagante, o Decreto nº 917, de 1890. No âmbito internacional, contudo, o surgimento do instituto remonta a 1743, com a *Fallitenordnung* austríaca[493]. Desde então, a falência com continuação de atividades consolidou-se como figura universal no âmbito das legislações falimentares ocidentais.

Em uma perspectiva comparada, é possível observar os institutos da *continuation de l'exproitation,* ou *du commerce,* na França, o *l'esercizio provisório dell'impresa,* na Itália, o *fortführung, fortsetzung,* na Alemanha, a c*ontinuance of (carrying on) business,* nas legislações anglo-saxônicas e a *continuación de la empresa,* entre os povos de língua castelhana[494].

Não obstante sua ampla positivação em legislações estrangeiras e sua previsão no Brasil desde 1890, a análise empreendida demonstrou a inexistência de instrumentalização clara sobre o instituto no ordenamento pátrio.

Essa constatação suscita algumas indagações: como a positivação do instituto se desenvolve nas legislações estrangeiras? Ou, ainda, há disposições em legislações alienígenas que podem ser adotadas de modo a propiciar evolução do instituto no Brasil?

Para responder tais questões, recorre-se ao estudo comparado, que, na lição de Tullio Ascarelli, representa o meio para ampliar a experiência jurídica no espaço, permitindo entender e avaliar melhor diversos sistemas jurídicos e, assim, reconstruir traços fundamentais do direito, auxiliando a compreensão da relação existente entre as normas jurídicas e a realidade social[495].

493 ABRÃO, Nelson. *op. cit.,* p. 87.

494 ABRÃO, Nelson. *op. cit.,* p. 67.

495 ASCARELLI, Tullio. **Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado**. Campinas: Bookseller, 1999, p. 34.

Propõe-se, assim, a análise de como o instituto da falência com continuidade de atividades é disciplinado nos ordenamentos argentino e italiano que, em contraste com o regime brasileiro, dispõem sobre a matéria de forma detalhada. O objetivo é extrair lições que possam enformar[496] e inspirar o aperfeiçoamento do direito brasileiro.

A seleção desses ordenamentos se justifica pelas características específicas de cada modelo. Como se demonstrará, o sistema argentino se destaca pela construção de um regime normativo analítico e procedimentalmente estruturado, com previsão expressa de requisitos, etapas e mecanismos de controle da continuidade de atividades. Já o ordenamento italiano adota uma abordagem centrada na governança dos credores, conferindo papel decisivo aos órgãos de supervisão e estabelecendo critérios rigorosos de aferição da viabilidade econômica.

Trata-se, portanto, de sistemas que, por vias distintas, enfrentaram o desafio de disciplinar a continuação de atividades, revelando soluções complementares que permitem enformar, sob diferentes perspectivas, o direito brasileiro.

3.1. DA CONTINUAÇÃO PROVISÓRIA DAS ATIVIDADES DO FALIDO NO DIREITO ARGENTINO

Em contraste com o modelo brasileiro, o sistema argentino dispõe de um regramento minucioso para a continuidade das

496 "Opta-se pelo uso de enformar ao invés de informar, pois, na dicção de Newton de Lucca, "embora o verbo informar, no sentido da filosofia escolástica, seja o de dar forma a uma determinada matéria - matiz que corresponde exatamente ao que sempre pretendemos utilizar em nossos trabalhos jurídicos - não é esse o sentido coloquial da palavra, denotativa de dar ciência de algo ou instruir. Permito-me, assim, continuar insistindo no emprego do verbo enformar, com 'e' inicial, no lugar de informar, com 'i', como é claramente preferido na literatura jurídica nacional (...). Quando me utilizo da expressão, no entanto, o faço com a letra 'e', pois entendo que os princípios – concebidos, sem embargo dos diferentes matizes existentes, em seu sentido filosófico, como 'proposições diretoras de uma ciência às quais todo o desenvolvimento posterior dessa ciência deve estar subordinado' – não dão 'informação' de algo, mas antes dão forma (ó), isto é, enformam no sentido de moldarem ou mesmo de construírem uma forma (ô) preparada para a produção de algo" (DE LUCCA, Newton. *op. cit.*, p. 314-315).

atividades empresariais após a falência. A *Ley de Concursos y Quiebras* (*Ley* 24.522, de 1995) dedica os arts. 189 a 197 à denominada *continuación de la explotación de la empresa*, conferindo-lhe contornos normativos detalhados.

Nos termos do art. 189, decretada a falência (*quiebra*), abre-se a possibilidade de continuidade da exploração empresarial, sob a gestão do *síndico* (figura equivalente ao administrador judicial), quando a paralisação puder acarretar grave prejuízo aos credores, comprometer a conservação do patrimônio, interromper um ciclo produtivo em andamento ou quando o empreendimento revelar viabilidade econômica[497].

De modo singular, admite-se, ainda, a continuidade em atenção à preservação da fonte produtiva e dos postos de trabalho. Nessa hipótese, dois terços dos trabalhadores ou dos credores trabalhistas, organizados em cooperativa – ainda que em fase de formação –, podem requerer diretamente ao *síndico* ou ao juiz a manutenção das atividades, evidenciando uma forte valoração social do instituto[498].

O art. 190 impõe ao *síndico*, no prazo de vinte dias contados da aceitação do cargo, a obrigação de apresentar relatório circunstanciado acerca da conveniência da continuidade ou, alternativamente, da alienação em bloco da empresa. Esse relatório deve contemplar, entre outros aspectos: (i) a possibilidade de exploração sem a assunção de novos passivos relevantes; (ii) as vantagens comparativas da alienação "em marcha" para os credores; (iii) os benefícios que a manutenção da atividade pode gerar a terceiros; (iv) um plano de exploração com orçamento de recursos; (v) a definição dos contratos em curso a serem preservados; (vi) eventuais reorganizações necessárias para tornar a atividade viável; (vii) a equipe imprescindível para a gestão;

497 AGOSTINI ROMERA, Natalí Ivana; BLOTTA, Juan Francisco; DAGUERRE, Daniela; GENOVESE, Martín Alejandro. **Continuación de la explotación de la empresa a través de cooperativas de trabajo**. Universidad Nacional de Cuyo. Facultad de Ciencias Económicas. Mendoza, 2013, p. 16.

498 Nesse sentido, ressalta-se o quanto disposto no art. 191 *bis*, que prevê que, caso o prosseguimento das atividades estiver sendo exercido por trabalhadores organizados em cooperativas, ainda que em formação, o Estado deverá prestar a assistência técnica necessária para dar prosseguimento à atividade empresarial.

e (viii) a forma de satisfação do passivo. Facultou-se, ainda, ao juiz a convocação de audiência com trabalhadores, *síndico* e demais interessados, assegurando contraditório e participação efetiva dos *stakeholders* envolvidos.

O art. 191 estabelece que a decisão final compete ao juiz, que deverá fundamentar expressamente sua autorização ou negativa. Caso deferida, a decisão deve especificar o plano de exploração, o prazo de continuidade (prorrogável uma única vez), o quadro de pessoal e bens afetados, a eventual designação de coadministradores, os contratos a serem mantidos e o regime de prestação periódica de informações.

No tocante à gestão, o art. 192 faculta ao *síndico*, coadministradores ou cooperativa a prática dos atos de administração ordinária, condicionando os atos extraordinários à autorização judicial. Notadamente, as obrigações assumidas durante a continuidade gozam de preferência creditória, sendo certo que, em caso de revogação da falência, são automaticamente transferidas ao devedor. Previu-se, ademais, a possibilidade de o juiz determinar a cessação antecipada da continuidade, caso se torne deficitária ou cause prejuízo aos credores.

Por fim, a lei argentina disciplina aspectos específicos relacionados à continuidade, como a possibilidade de manutenção dos contratos de locação (arts. 193 e 194) e a proteção dos bens gravados com garantia real indispensáveis à exploração (art. 195), permitindo ao juiz suspender execuções *hipotecárias* e/ou *prendarias* por até dois anos quando requerido por cooperativa de trabalhadores[499].

Tanto a doutrina quanto a jurisprudência argentina revelam que o arranjo normativo demonstra um modelo que transcende o interesse meramente patrimonial dos credores, privilegiando a função social da empresa e, especialmente, a proteção ao trabalho[500].

499 DOBSON, Juan Malcolm. **Los nuevos desafios de la insolvencia en la Argentina**. *In*: ESTEVEZ, André Fernandes; JOBIM, Marcio Felix (Coord.). **Estudos de Direito Empresarial**. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 555.

500 MAGOJA, Eduardo Esteban. La Continuación de la Empresa en Quiebra y la Optimización del Derecho a Trabajar: algunos criterios interpretativos en la jurisprudencia nacional argentina. **Revista Latinoamericana de Derecho Social**, núm. 29, 2019, p. 196-197.

3.2. DA CONTINUAÇÃO PROVISÓRIA DAS ATIVIDADES DO FALIDO NO DIREITO ITALIANO

Na Itália, a continuidade da atividade empresarial na falência (*liquidazione giudiziale*) está disciplinada no *Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza* (D.Lgs. nº 14/2019).

O art. 211 prevê a possibilidade de prosseguimento da atividade da empresa (*l'esercizio dell'impresa*)[501] pelo *curatore* (figura equivalente ao administrador judicial), sempre que tal medida se revele útil à mais eficiente realização do ativo ou à preservação do valor da empresa no mercado e, principalmente, não cause prejuízos à coletividade de credores[502].

O modelo italiano confere papel central ao comitê de credores (*comitato dei creditori*), cujo parecer favorável constitui condição indispensável para a autorização judicial da continuidade de atividades.

Durante a operação continuada, o *curatore* deve convocar o comitê de credores, ao menos a cada três meses, para prestar informações sobre o andamento da gestão e para submeter à deliberação a conveniência da manutenção da continuidade de atividades. Caso o comitê conclua pela inconveniência da continuidade, o juiz determinará a sua cessação.

O juiz, por sua vez, exerce função de supervisão, podendo ordenar, a qualquer tempo, após ouvir o *curatore* e o comitê de credores, o encerramento da operação continuada.

O ordenamento italiano também disciplina os efeitos da continuação das atividades sobre os contratos em curso, estabelecendo que estes permanecem em vigor durante o exercício, salvo se o *curatore* optar por suspendê-los ou rescindi-los. Aos créditos

501 PALUCHOWSKI, Alida. Le socetà a partecipazione pubblica di fronte alla emersione della crisi, tra tusp e CC.II. **Quaderni di Ristrutturazioni Aziendali**. Fasciolo n. 2/2022, 2022, p. 276.

502 ALBERTI, Alberto Maffei. L'interesse dei creditori e la continuazione della'attività nel codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza: un' analisi trasversale. **Quaderni di Ristrutturazioni Aziendali**. Fasciolo n. 3/2023, 2023, p. 9.

constituídos durante a operação continuada, é assegurada prioridade de pagamento, nos termos do art. 221.

O sistema italiano organiza-se em torno da tutela do interesse dos credores, conferindo-lhes papel decisivo na avaliação da conveniência da continuidade de atividades, com o objetivo primordial de evitar qualquer prejuízo ao seu direito de crédito[503]. A continuação de atividades não constitui um fim em si mesma, mas um instrumento funcional à preservação do valor da empresa e à maximização da realização do ativo.

Embora concentrada em um único artigo, a disciplina do procedimento contempla formalidades de requerimento, condições para o prosseguimento da atividade e regras específicas sobre o tratamento das obrigações constituídas durante o exercício. Dessa forma, o ordenamento italiano oferece segurança jurídica e previsibilidade, permitindo que a continuidade da empresa seja conduzida de maneira controlada, transparente e em consonância com os interesses da coletividade de credores.

3.3. DAS LIÇÕES DA ANÁLISE COMPARADA

A incursão nos ordenamentos jurídicos argentino e italiano permite o endereçamento das indagações formuladas quanto ao desenvolvimento alienígena do instituto da continuação de atividades na falência e a sua possível contribuição dogmática ao direito pátrio.

A análise comparada revela que a opção do legislador brasileiro pela ausência de positivação de normas procedimentais claras destoa das jurisdições analisadas, que optaram por conferir-lhe densidade normativa e clara instrumentalização procedimental.

A Argentina adotou uma disciplina analítica e procedimentalmente detalhada. O desenvolvimento do instituto não se funda em mera autorização judicial, sendo exigido, como condição

503 AMBROSINI, Stefano. La gestione dell'impresa "in perdita" tra vecchia e nuova sistematica concorsuale. **Quaderni di Ristrutturazioni Aziendali**. *Fasciolo n.* 1/2023, 2023, p. 57-60.

de procedibilidade, a apresentação de um minucioso relatório de viabilidade pelo síndico (art. 190). Mais que isso, a positivação argentina transcende o viés puramente econômico-patrimonial, ao positivar uma robusta matiz social, admitindo a continuidade em prol da preservação dos postos de trabalho e conferindo legitimação ativa às cooperativas de trabalhadores para requerer e gerir a atividade (art. 189).

Por sua vez, a Itália estrutura o instituto por uma via pragmática, centrada na governança dos credores. O legislador italiano condicionou a eficácia da medida não apenas à supervisão judicial, mas, de forma indispensável, ao parecer favorável do comitê de credores. O desenvolvimento do instituto dá-se, assim, sob um critério jurídico objetivo e rigoroso: a continuidade é funcionalmente orientada à maximização do ativo, mas sua legitimidade cessa ante o requisito negativo da vedação à geração de qualquer prejuízo à coletividade de credores.

Do cotejo empreendido, é possível delinear as lições que, se importadas, podem propiciar a necessária evolução do instituto no Brasil, ampliando sua segurança e previsibilidade sem, contudo, sacrificar a sua flexibilidade e adaptabilidade ao caso concreto.

Do detalhamento argentino, entende-se por relevante importar a exigência legal de apresentação de um plano de exploração da atividade empresarial do falido pelo administrador judicial, que ecoa do relatório de viabilidade apresentado pelo *síndico* previsto no art. 190 da *Ley* 24.522/95. Além disso, a solução argentina para a hipótese de reversão da sentença falimentar (art. 192 da *Ley* 24.522/95), qual seja, a assunção, pelo falido, das obrigações contratadas durante a operação continuada, demonstra maturidade jurídica e antecipa e clareia potenciais discussões práticas.

Por sua vez, do pragmatismo italiano, extrai-se a lição fundamental da governança creditícia. Revela-se fundamental a submissão do plano de exploração da atividade empresarial do falido à deliberação e aprovação da coletividade de credores, conferindo aos credores, maiores interessados no bom andamento da falência,

poder de deliberação acerca da viabilidade e operacionalidade da medida. Ademais, deve-se adotar o rigoroso critério objetivo italiano da vedação à geração de prejuízos à massa falida, o que fundamenta a proposição de encerramento imediato da atividade caso se demonstre deficitária ou prejudicial à massa.

Em suma, a análise comparada demonstra que a atual configuração do instituto no Brasil, pautada pela flexibilidade e adaptabilidade, carece de normas procedimentais claras, obstando a sua utilização em larga escala. As lições extraídas desses ordenamentos oferecem um caminho para o aprimoramento dogmático do direito pátrio. A adoção dessas contribuições conferiria ao instituto a instrumentalização hoje ausente, equilibrando a flexibilidade da medida com a proteção efetiva da massa falida e a maximização dos ativos.

Cumpre ressalvar que a seleção dos ordenamentos examinados não pretende esgotar o espectro das soluções existentes no direito comparado, mas apenas evidenciar modelos que apresentam maior densidade normativa na disciplina do instituto. Nesse sentido, as conclusões extraídas devem ser compreendidas como indicativas de possíveis caminhos de aprimoramento, e não como soluções diretamente transplantáveis ao ordenamento brasileiro, sem as devidas adaptações à realidade nacional.

4. DA ANÁLISE EMPÍRICA: A CONTINUAÇÃO PROVISÓRIA DE ATIVIDADES NA FALÊNCIA DE BURITIRAMA MINERAÇÃO S.A.

Apresentadas as considerações acerca de como o instituto da continuação provisória de atividades encontra previsão legal no ordenamento brasileiro e demonstrada como a falência continuada se desenvolve na Argentina e na Itália, passa-se a analisar a falência continuada de Buritirama Mineração S.A. ("Buritirama").

Autodeclarada[504] e publicamente veiculada[505] como a maior mineradora de manganês da América Latina, a Buritirama, em março de 2019, apresentava-se ao mercado – com base em seus dados referentes ao ano de 2018 – com faturamento bruto de R$ 850 milhões e geração de caixa de R$ 400 milhões, com previsão para aumento do faturamento bruto para R$ 2 bilhões e geração de caixa de R$ 750 milhões em 2019[506].

Contudo, a partir de 2020, passou a ser alvo de dezenas de execuções – movidas por diversos bancos e fornecedores – que superavam a cifra de R$ 1,4 bilhão de reais. Nesse contexto, em que pese as otimistas estimativas anteriormente apresentadas, em seu balanço de 2020, a Buritirama apresentou prejuízo de R$ 511 milhões[507].

Com a escalada da disputa por ativos da mineradora, em julho de 2022, o credor C. Steinweg Handelsveem (Latin America) S.A. distribuiu pedido de falência contra a Buritirama com fundamento no inadimplemento de dívida líquida, certa, exigível e protestada no valor – convertido em reais brasileiros – de R$ 27 milhões, perante a 2ª Vara

504 Em entrevista concedida à revista britânica *Newsweek* e noticiada pelo periódico CBN Santos, João José Oliveira de Araújo, acionista controlador da Buritirama, define a mineradora como a "maior produtora de manganês do Brasil e quarta maior do mundo": CBN SANTOS. **Em entrevista para a revista Britânica Newsweek, o empresário João Araújo divulga os planos da Buritipar**. 2024. Disponível em: https://www.cbnsantos.com.br/noticias/noticias/empresario-joao-araujo-divulga-os-planos-da-buritipar.html. Acesso em 6 nov. 2025.

505 Vide reportagem publicada no periódico Valor Econômico em 9 de setembro de 2021, onde a Buritirama foi classificada como a "maior mineradora de manganês da América Latina". VALOR ECONÔMICO. **Curtas**. 2021. Disponível em https://valor.globo.com/empresas/noticia/2021/09/09/07ca71c9-curtas.ghtml. Acesso em 6 nov. 2025.

506 Vide reportagem publicada no periódico Valor Econômico em 18 de março de 2019. SOUZA, Marcos de Moura e. **Buritirama disputa com a Vale o mercado de manganês no Brasil**. Globo.com, 2019. Disponível em: https://valor.globo.com/empresas/coluna/buritirama-disputa-com-a-vale-o-mercado-de-manganes-no-brasil.ghtml. Acesso em 6 nov. 2025.

507 Vide reportagem publicada no periódico Valor Econômico em 17 de abril de 2022. FIGUEIRAS, Maria Luíza. **Caviar, manganês e credores fumegantes – o thriller da Buritirama**. Valor Econômico, 2022. Disponível em: https://pipelinevalor.globo.com/negocios/noticia/caviar-manganes-e-credores-fumegantes-o-thriller-da-buritirama.ghtml. Acesso em 6 nov. 2025.

de Recuperações Judiciais e Falências do Foro Central da Comarca de São Paulo, Estado de São Paulo[508].

Processado o feito, reconhecendo a presença dos requisitos exigidos para deferimento da pretensão, em 11 de julho de 2023, foi decretada a falência da Buritirama[509].

Logo após a decretação de falência, ainda em julho de 2023, diversos credores compareceram aos autos apontando que a situação de insolvência experienciada pela Buritirama advinha da má gestão anterior e que, caso gerida de forma profissional, havia grandes indícios de êxito no exercício de suas atividades empresariais, e, assim, com fundamento no art. 99, inciso XI, da LREF, requereram que fosse autorizada a continuidade de atividades do falido, mediante a nomeação de gestor profissional especializado[510].

Após o recebimento de propostas de trabalho de diversos agentes do mercado para atuação como gestor judicial, em agosto de 2023, o juízo falimentar intimou os interessados, notadamente a coletividade de credores, a se manifestarem acerca das propostas recebidas. Com o recebimento de manifestações favoráveis dos credores, do administrador judicial e do Ministério Público, ainda em agosto de 2023, o juízo falimentar, reconhecendo a viabilidade de preservação e manutenção de ativos através dessa medida, deferiu a continuação provisória de atividades da Buritirama[511], nomeando a Geribá Investimentos Ltda. como gestora judicial.

508 Todos os dados mencionados no presente parágrafo e nos seguintes envolvendo a falência da Buritirama foram coletados diretamente dos autos de sua falência, em trâmite perante a 2ª Vara de Recuperações Judiciais e Falências da Comarca de São Paulo, Estado de São Paulo, sob o nº 1079544-45.2022.8.26.0100.

509 A r. decisão ainda não transitou em julgado, tendo em vista a pendência de julgamento de agravo interno interposto pela Buritirama em face da decisão monocrática, proferida pelo Min. Marco Buzzi, que rejeitou os embargos de divergência opostos em face do acórdão que negou provimento ao recurso especial, por sua vez, interposto em face do acórdão que desproveu o agravo de instrumento interposto em face da sentença falimentar (AgInt no EREsp nº 2.200.613/SP, em trâmite perante a 2ª Seção do Superior Tribunal de Justiça).

510 Nota-se que, no caso Buritirama, o requerimento para início da continuação de atividades partiu da coletividade de credores.

511 A autorização à continuação de atividades foi reafirmada no julgamento do agravo de instrumento interposto pela falida em face da sentença falimentar (TJSP; Agravo

Em sua proposta de trabalho, a gestora judicial nomeada previu a divisão do plano de ação em quatro etapas principais: (i) pré-operacional, de agosto a dezembro de 2023, com a apresentação de plano de negócios detalhado; (ii) financiamento/mobilização, em janeiro de 2024; (iii) incremento da produção, de fevereiro a março de 2024; e (iv) operação plena, de abril de 2024 em diante[512].

Durante a primeira fase, a gestora ingressou nas instalações da Buritirama, especialmente na mina de manganês[513], estabelecendo um quadro provisório de funcionários para preservação do espaço, bem como iniciou a implementação de preparativos para a retomada das operações[514].

Como arremate à fase inicial, a gestora apresentou, nos autos da falência, plano de negócios para prosseguimento das atividades que, após a concordância de grande maioria da coletividade de credores (houve manifestação favorável de 75,19% do quadro geral de credores[515]), do Ministério Público e do administrador judicial, em dezembro de 2023, foi homologado pelo juízo falimentar, com a única ressalva de que todas as decisões da gestora estariam condicionadas à prévia autorização do administrador judicial.

O plano de negócios previu as etapas que seriam seguidas, os investimentos necessários, a estrutura que seria adotada, os desafios

---

de Instrumento 2190172-59.2023.8.26.0000; Relator: Alexandre Lazzarini; Órgão Julgador: 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial; Foro Central Cível - 2ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais; Data do Julgamento: 25/10/2023; Data de Registro: 27/10/2023).

512 Todos os dados mencionados no presente parágrafo e nos seguintes envolvendo a continuação de atividades no âmbito da falência da Buritirama foram coletados dos autos de nº 0007300-67.2024.8.26.0100, em trâmite perante a 2ª Vara de Recuperações Judiciais e Falências da Comarca de São Paulo, Estado de São Paulo, iniciados pela gestora judicial para prestação de contas mensal.

513 Mina de manganês localizada na região de Marabá, Estado do Pará, com direito minerário registrado perante a Agência Nacional de Mineração sob o nº 815-959/1973.

514 Ao adentrar nas dependências da Buritirama, a gestora judicial se deparou com instalações do garimpo ilegal em parte da mina, sendo obrigada a realizar diversas operações, com auxílio de força policial, para expulsão dos ocupantes e exploradores ilegais de minério.

515 Além da ampla concordância da coletividade de credores, não houve manifestação contrária à aprovação.

que fundamentaram o racional adotado em cada uma das medidas previstas e, de forma detalhada, as medidas urgentes e necessárias para a sua consecução, em especial, a contratação, pela massa falida, de financiamento emergencial – com fundamento no art. 150 da LREF e, portanto, com prioridade de pagamento, nos termos do art. 84, inciso I-A, da LREF –, no valor de até R$ 8 milhões.

Dando início ao cumprimento do plano de negócios e à segunda fase da operação, ainda em dezembro de 2023, a massa falida contratou, junto a duas instituições financeiras – que também possuíam relevantes créditos habilitados na falência – dois empréstimos-ponte no valor, somado, de pouco mais de R$ 8 milhões.

Iniciando a terceira fase, com os valores captados, em dezembro de 2023, as atividades foram retomadas, iniciando-se a extração de manganês e o processamento do minério que já havia sido extraído e estava estocado nas dependências da Buritirama[516]. No reinício da atividade, a operação continuada já contava com 158 colaboradores diretos.

De dezembro de 2023 a março de 2024, como planejado, a operação foi gradualmente aumentada. Ao final do mês de março, a operação já contava com 200 colaboradores diretos e R$ 3,1 milhões em caixa.

Ato contínuo, em 5 agosto de 2024, com os valores angariados a partir da alienação de ativos não operacionais, os empréstimos-ponte foram quitados, sendo expedidos mandados de levantamento eletrônico em favor das instituições financeiras credoras[517-518].

---

516 Durante a retomada das atividades, a gestora sofreu com nova invasão do garimpo ilegal que, mais uma vez com auxílio de força policial, foi definitivamente expulso das dependências da Buritirama em março de 2024.

517 O recebimento prioritário foi reafirmado pelo Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo no julgamento de agravo de instrumento interposto pela falida (TJSP; Agravo de Instrumento 2256954-14.2024.8.26.0000; Relator: Tasso Duarte de Melo; Órgão Julgador: 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial; Foro Central Cível - 2ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais; Data do Julgamento: 23/09/2025; Data de Registro: 23/09/2025).

518 Esse foi o primeiro financiamento celebrado e integralmente quitado por uma massa falida, formando um importante precedente para o direito falimentar brasileiro. Sendo, inclusive, noticiado pela mídia internacional: SANCHEZ, Ilio G. **Brazil's First**

A operação continuada, já na quarta e última fase da operação – iniciada em abril de 2024 –, com a extração mineraria estabilizada, quadro de clientes, fornecedores e parceiros consolidados e exportações sendo realizadas, começou a observar um aumento nos lucros. De forma que, em junho de 2025 – com base no relatório apresentado pela gestora – a operação continuada contava com 360 colaboradores diretos e saldo em caixa de R$ 32,2 milhões.

Embora a operação continuada siga gerando lucros, o objetivo final, desde o início da retomada das atividades, é a alienação do ativo operacional como *going concern*. Contudo, para a alienação dos principais ativos da massa falida – mina de manganês e todo o equipamento operacional[519] – pelo maior valor possível, seria necessária a realização de avaliação do bem, dado que são ativos de alta complexidade, cuja correta avaliação e precificação demandam seguir padrões internacionais do mercado de mineração.

Conforme apontado pelo administrador judicial e pela gestora judicial, as informações disponíveis a respeito da reserva mineral contida na mina não eram suficientes para a correta precificação, a nível internacional, do ativo, sendo necessária a realização de um relatório de recursos e reservas com padrões NI 43-101[520] e/ou JORC[521] para tanto.

Assim, durante a quarta fase da operação – especificamente em agosto de 2024 –, o administrador judicial, ao lado da gestora judicial, apresentou proposta para avaliação de ativo, dividida em algumas etapas principais, sendo elas: (i) campanha de sondagem,

---

DIP Financing for a Bankrupt Company: court approval granted and full repayment completed. INSOL I-Read Student Newsletter, 2025. Disponível em: https://email.insol.org/cr/AQj--A0Qj5xsGO3G-1X3Ev-lj5FHHcoVTrhKq5an_M9AIQkjqMYq1HIA86Dfbg. Acesso em 6 nov. 2025.

519 Para fins exemplificativos, cita-se a planta de processamento, barragens, pista de pouso, estrutura administrativa, casa de hóspedes, caminhões, máquinas pesadas, pátio de estocagem, balança, dentre outros.

520 *National Instrument 43-101*, norma canadense que regula a divulgação pública de informações técnicas e científicas sobre projetos minerais.

521 *Joint Ore Reserves Committee*, código australiano de práticas para reporte de recursos minerais e reservas de minério.

coleta de dados geológicos através da extração de amostras de solo; (ii) levantamentos topográficos/geofísicos, estudos do subsolo para identificar e obter informações das camadas geológicas; (iii) análise e avaliação química das amostras obtidas na campanha de sondagem para determinar, dentre outras, o teor e a qualidade do minério; e (iv) certificação e emissão de relatório nos padrões NI 43-101 e/ou JORC.

Após a realização de processo competitivo, o administrador judicial apresentou que os valores que seriam necessários para avaliação da mina seriam na monta aproximada de R$ 14 milhões, sendo pouco mais de R$ 9 milhões para a campanha de sondagem e R$ 5 milhões para os serviços adicionais. Ante a concordância da coletividade de credores e do Ministério Público, o juízo falimentar homologou as contratações, de forma que, atualmente, segue sendo realizada a campanha de sondagem. Dessa forma, no momento, aguarda-se a conclusão da elaboração do relatório de recursos e reservas com padrão internacional para posterior alienação do ativo operacional e utilização dos valores obtidos para o pagamento da coletividade de credores.

O caso Buritirama, portanto, demonstra uma falência continuada – ainda em andamento – com duração de mais de dois anos – iniciada em agosto de 2023 –, superavitária, tendo gerado milhões de reais de lucro em benefício da coletividade de credores, contando com R$ 32,2 milhões em caixa[522], e com vias de alienação do ativo operacional por um justo valor de mercado, com base no relatório de recursos e reservas com padrão internacional que vem sendo elaborado e custeado com os lucros operacionais.

Não obstante a relevância do caso analisado, suas conclusões devem ser compreendidas à luz de suas circunstâncias específicas. A experiência do caso Buritirama apresenta particularidades relevantes – como a natureza da atividade, a existência de ativos operacionais viáveis e a atuação de *stakeholders* qualificados –, que condicionam o sucesso da operação continuada. Nesse sentido, o caso deve

522 Considerando o relatório de atividades apresentado pela gestora judicial relativo ao mês de junho de 2025.

ser compreendido como evidência da viabilidade do instituto em contextos específicos.

Ainda assim, as soluções estruturais nele adotadas oferecem importantes subsídios para a reflexão pretendida sobre a consolidação e o aperfeiçoamento do instituto no direito brasileiro.

5. REFLEXÕES E PROPOSIÇÕES ACERCA DA POSITIVAÇÃO DO INSTITUTO DA CONTINUAÇÃO PROVISÓRIA DAS ATIVIDADES NA FALÊNCIA NO BRASIL

A continuação provisória de atividades na falência é, como demonstrado ao longo deste artigo e observado no caso empírico explorado, um instituto que reúne significativo potencial econômico e social. Sua aplicação busca, essencialmente, preservar o valor da empresa e maximizar a realização do ativo, por meio da geração de resultados positivos durante a operação continuada e, principalmente, pela alienação da empresa em marcha (como *going concern*).

Além de buscar a otimização da recuperação de crédito, a continuidade da atividade empresarial permite mitigar os efeitos deletérios da decretação de falência sobre o ambiente econômico e social circundante. A manutenção de postos de trabalho, a conservação de contratos com fornecedores, a continuidade do recolhimento de tributos e a preservação da clientela são externalidades que, embora secundárias em relação ao interesse dos credores, materializam a função social da empresa mesmo em cenário falimentar.

Não obstante seu potencial, o tratamento legislativo conferido ao instituto pela LREF revela-se lacunoso. O legislador limitou-se a disciplinar três aspectos específicos: (i) a possibilidade de o juiz autorizar a continuação das atividades ao decretar a falência (art. 99, inciso XI); (ii) a prioridade dos créditos constituídos durante e em decorrência da operação continuada (arts. 84, inciso I-A e §1º, e 150); e (iii) a autorização para alienação de ativos sem prévia necessidade de aprovação judicial quando tais atos integrarem o curso normal da operação continuada (art. 99, inciso VI).

Há divergências doutrinárias quanto às consequências dessa omissão legislativa.

Daniel Vilas Boas adverte que o tratamento legal tímido e a ausência de parâmetros objetivos para a adoção da medida impedem a sua aplicação de forma adequada[523]. Por sua vez, Adriana Pugliesi defende que é necessária a criação de uma disciplina específica, capaz de direcionar a sua aplicação à finalidade de alienação da empresa em bloco e impedir que os credores sejam negativamente impactados por operações deficitárias[524].

Em sentido diverso, Manoel Justino Bezerra Filho avalia que a ausência de regras detalhadas transforma o instituto em verdadeira "cláusula geral" ou "cláusula aberta", mediante a qual o legislador, deliberadamente, optou por deixar uma espécie de lacuna, outorgando aos aplicadores do direito a função de adequação do procedimento à realidade de cada caso concreto[525].

A análise empreendida no presente trabalho, especialmente a partir do exame do caso Buritirama, permite articular essas visões e contribui para a construção da tese desenvolvida neste artigo.

Com efeito, a análise empírica demonstra que, dentro da conjuntura normativa atual, o instituto pode ser aplicado com sucesso, validando a premissa de Manoel Justino Bezerra Filho sobre a necessidade de flexibilidade e adaptabilidade casuística. Contudo, o caso Buritirama é paradigmático por evidenciar que, para viabilizar essa "cláusula aberta" em uma operação complexa, os *stakeholders* e o juízo tiveram que construir, *ad hoc*, o exato regramento mínimo que a LREF não oferece.

Essa mesma análise revela, portanto, que a lacuna legislativa não impede o sucesso pontual, mas efetivamente dificulta a sua difusão e consolidação[526]. Ela torna a instrumentalidade da medida

523 VILAS BOAS, Daniel Rivorêdo. *op. cit.*, p. 94.

524 PUGLIESI, Adriana V. *op. cit.*, p. 185-186.

525 BEZERRA FILHO, Manoel Justino. *op. cit.*, p. 412.

526 Não por outro motivo, Francisco Satiro pondera que são raros os casos em que a continuação provisória das atividades do falido foi empreendida (SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de. In: TOLEDO, Paulo F. C. S. de (Coord.). **Comentários à Lei de**

excessivamente discricionária e dependente dessa iniciativa excepcional dos envolvidos, relegando a aplicação do instituto a casos isolados, ao invés de firmá-lo como um instrumento previsível e acessível em maior escala.

Poder-se-ia objetar, nesse contexto, que a positivação de um regramento mais detalhado não seria condição necessária ao desenvolvimento do instituto, na medida em que a prática forense e a atuação coordenada dos *stakeholders* já demonstraram ser capazes de suprir as lacunas existentes por meio de soluções construídas no caso concreto.

Todavia, a experiência prática evidencia que tais soluções, embora eficazes em situações específicas, não se mostram suficientes para conferir previsibilidade e difusão ao instituto. A incerteza quanto aos critérios de deferimento, à forma de condução da atividade, aos mecanismos de controle e às hipóteses de encerramento eleva significativamente os custos de transação e os riscos jurídicos associados à continuidade operacional, afastando potenciais financiadores, parceiros comerciais e até mesmo a própria iniciativa dos *stakeholders*.

Nesse sentido, modelos como o argentino e o italiano demonstram que a positivação de diretrizes mínimas – como a exigência de um plano de exploração, a delimitação de competências dos agentes envolvidos, a previsão de mecanismos de supervisão e a definição de critérios objetivos para manutenção ou cessação da atividade – não engessam o instituto, mas conferem-lhe racionalidade, transparência e segurança jurídica.

Sob essa perspectiva, a positivação de um regime jurídico mais estruturado para a continuação provisória de atividades deve ser compreendida não como restrição à discricionariedade prática, mas como instrumento de sua qualificação e evolução. Ao estabelecer balizas normativas mínimas, não se busca eliminar a necessária análise casuística, mas reduzir o espaço de incerteza e promover decisões

Recuperação de Empresas. 1ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021, RB-7.1. E-book).

– tanto judiciais quanto comerciais – mais informadas, controláveis e alinhadas à finalidade do processo falimentar.

Trata-se, em última análise, de conferir ao instituto condições para que sua utilização deixe de depender de construções casuísticas e esforços excepcionais dos envolvidos, passando a se afirmar como mecanismo efetivo e replicável de maximização de valor no âmbito falimentar, sempre que presentes os indispensáveis pressupostos de viabilidade econômica.

Entende-se, assim, que a consolidação do instituto como ferramenta efetiva de preservação de valor depende da criação de um regramento procedimental mínimo.

Tal regramento deve sintetizar as teses doutrinárias: deve acolher a crítica de Adriana Pugliesi e Daniel Vilas Boas sobre a necessidade de segurança e previsibilidade, mas implementá-la preservando a flexibilidade defendida por Manoel Justino Bezerra Filho.

Não se advoga, por isso, pela adoção de um modelo excessivamente legalista, como o argentino, cujo detalhamento normativo (arts. 189 a 197 da *Ley* 24.522/95), caso importado ao regime brasileiro, comprometeria a flexibilidade e a adaptabilidade da medida às particularidades de cada caso concreto.

Entende-se que o modelo mais adequado à realidade brasileira deve seguir a experiência italiana (art. 211 do *Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza*) e a própria prática validada no caso Buritirama, buscando garantir transparência à gestão empresarial, participação ativa da coletividade de credores e maximização de ativos, tudo isso sem gerar prejuízos à massa falida.

O que se busca, portanto, é a evolução do instituto no Brasil, com a adoção de disposições referendadas pelo direito comparado e pela experiência nacional.

À luz dessa orientação e da análise desenvolvida neste estudo, propõe-se que a LREF passe a dispor, de forma sistemática, sobre determinados aspectos estruturantes do instituto.

Nesse sentido, propõe-se, primeiramente, a positivação de uma legitimação ativa ampla. A lei deve prever expressamente que qualquer

credor, o Comitê de Credores, caso constituído, o administrador judicial, o Ministério Público e até mesmo o próprio falido possam requerer o deferimento da continuação das atividades do falido[527]. Por conseguinte, cabe ao magistrado, diante das informações apresentadas, avaliar a conveniência e o potencial de geração de valor da medida e, assim, deferi-la ou não.

A essa proposta, soma-se a flexibilização do momento da decisão. Embora a celeridade seja importante para evitar a deterioração de ativos e a interrupção do ciclo produtivo, eventual indeferimento da continuação na sentença falimentar não deve ser entendido como uma decisão definitiva. É fundamental que o julgador possa reanalisar a conveniência da medida posteriormente, amparado dos subsídios apresentados pelos interessados[528].

Os objetivos da medida também devem ser expressos: a continuação deve visar à alienação da empresa em bloco (*going concern*) e, fundamentalmente, ser imediatamente encerrada caso gere prejuízos à coletividade de credores[529].

Essa diretriz econômica redefine a "provisoriedade" do instituto. Em vez de um prazo cronológico fixo ou breve, a duração deve ser funcional, a operação deve subsistir enquanto se mantiver lucrativa e até que o objetivo da alienação otimizada seja alcançado[530].

Para a governança da operação, especialmente em casos de relevante complexidade técnica, a lei deve prever a possibilidade de nomeação de um gestor judicial especializado, cuja contratação deverá

527 TJSP; Agravo de Instrumento 2382406-34.2024.8.26.0000; Relator: Ricardo Negrão; Órgão Julgador: 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial; Data da Decisão: 10/09/2025; Data de Publicação: 10/09/2025; NEGRÃO, Ricardo. **Aspectos Objetivos da Lei de Recuperação de Empresas e de Falências**. 3ª ed. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 113; e DINIZ, Gustavo S. *op. cit.*, p. 754.

528 NEGRÃO, Ricardo. **Curso de Direito Comercial e de Empresa.** vol. 3. 18ª ed. Rio de Janeiro: Saraiva, 2024, p. 513; MAMEDE, Gladston. *op. cit.*, p. 242; e TOMAZETTE, Marlon. *op. cit.*, p. 378.

529 PUGLIESI, Adriana V. *op. cit.*, p. 185-186.

530 BEZERRA FILHO, Manoel Justino. *Op cit.*, p. 412; e ABRÃO, Nelson. *op cit.*, p. 145.

ser precedida de justificativa detalhada quanto à sua necessidade e aos benefícios esperados[531].

Dada a gama de interesses que permeia a operação continuada, a gestão, seja pelo administrador judicial ou, se o caso, pelo gestor judicial, deve ser pautada pela máxima transparência. Para tanto, propõe-se a exigência legal de apresentação pelo administrador judicial ou, se o caso, pelo gestor judicial de um "plano de negócios", que deve conter, essencialmente, projeções, metas, medidas operacionais a serem adotadas, eventual proposta de remuneração e plano de avaliação e alienação do ativo operacional.

Uma vez apresentado, o plano de negócios deve ser submetido à deliberação em assembleia de credores, nos termos do art. 35, inciso II, alínea "d" da LREF e aprovado pelo quórum do art. 42 do mesmo diploma – maioria simples dos presentes[532] ou, em caso de deliberação por termo de adesão, na forma do art. 45-A, maioria simples dos créditos habilitados na falência[533] –, de modo a garantir participação ativa da coletividade de credores. Podendo o administrador judicial ou, se o caso, o gestor judicial, até a aprovação do plano de negócios, tomar todas as medidas necessárias à consecução dos objetivos da continuação provisória de atividades.

Ademais, enquanto o plano de negócios estiver em cumprimento, entende-se necessário e conveniente a apresentação de relatórios periódicos de desempenho financeiro e operacional, permitindo o efetivo acompanhamento pelo juízo e pelos *stakeholders*.

---

531 PUGLIESI, Adriana V. *op. cit.*, p. 187.

532 "O quórum geral de deliberação é o da maioria, computada sempre com base no valor dos créditos dos credores integrantes da instância deliberativa presentes à Assembleia (...). A maioria dos presentes no plenário (...) representa, então, o quórum geral de deliberação. Pode-se chamá-la de maioria simples, cuja base de cálculo são os créditos dos credores presentes e não o total do passivo" (COELHO, Fabio U. *op. cit.*, p. 152).

533 "O termo de adesão, assim, substituirá as deliberações da Assembleia Geral de Credores, desde que nele constem especificadamente a matéria a ser objeto da aprovação e a concordância dos credores conforme o quórum necessário para cada uma das deliberações (...). [Na falência] a deliberação deverá ser tomada por todos os credores a ela submetidos, sejam concursais ou extraconcursais". (SACRAMONE, Marcelo B. *op. cit.*, p. 210).

Como contrapartida à rigorosa transparência e à aprovação colegiada, entende-se pertinente incluir disposição eximindo o administrador judicial ou, se o caso, o gestor judicial de qualquer responsabilidade pessoal por prejuízos eventualmente gerados em decorrência do estrito cumprimento do plano de negócios aprovado e homologado, ressalvada, contudo, a responsabilidade por atos ilícitos ou praticados em violação ao plano.

Além disso, entende-se oportuno positivar solução para a hipótese de reversão da sentença falimentar. Propõe-se, assim, como adotado no modelo argentino (art. 192 da *Ley* 24.522, de 1995), que caso a decretação de falência venha a ser revogada, o falido assuma todas as obrigações contraídas durante o período de continuação de atividades.

Por fim, deve-se prever as hipóteses de encerramento da operação continuada, que se materializa em duas hipóteses: a exitosa, com a alienação do ativo operacional em bloco e em marcha; ou a infrutífera, com a decretação judicial de encerramento em caso de inviabilidade do prosseguimento ou geração de prejuízos à massa falida.

Estas propostas, somadas às previsões já existentes na LREF – notadamente a prioridade de pagamento (arts. 84, inciso I-A, e 150), a dispensa de autorização judicial para atos de gestão ordinária (art. 99, inciso VI) e a possibilidade de manutenção de contratos (art. 117) – formam o conjunto normativo necessário para conferir segurança jurídica e previsibilidade ao instituto, sem comprometer a flexibilidade para a capacidade de adequação ao caso concreto.

Quanto à localização das proposições dentro da LREF, propõe-se a inserção da matéria como "Seção IV-A" do "Capítulo V – Da Falência", logo após o art. 101, dispositivo final da "Seção IV – Do Procedimento para a Decretação da Falência".

A justificativa é de rigor sistemático: a "Seção IV" é o local onde o art. 99, inciso XI, enuncia a possibilidade de autorização a continuação provisória de atividades, elencando-a como uma das matérias que devem ser abordadas pelo julgador na sentença falimentar. Nesse

sentido, a inclusão da "Seção IV-A" funciona como detalhamento procedimental ao instituto previsto no art. 99 da "Seção IV".

Com base nas proposições apresentadas, sugere-se a inclusão da "Seção IV-A – Da Continuação Provisória das Atividades do Falido", com os arts. 101-A e 101-B, na LREF:

> **Seção IV-A**
> **Da Continuação Provisória das Atividades do Falido**
> Art. 101-A. Observado o disposto no art. 99, inciso XI, desta Lei, o juiz poderá, na sentença que decretar a falência ou em momento posterior, autorizar a continuação provisória das atividades do falido com o administrador judicial.
> § 1º A continuação provisória das atividades poderá ser determinada de ofício pelo juiz ou mediante requerimento fundamentado de qualquer credor, do Comitê de Credores, se houver, do administrador judicial, do Ministério Público ou do falido.
> § 2º A autorização de que trata o **caput** deste artigo terá por finalidade:
> I - preservar e otimizar a utilização produtiva dos bens, dos ativos e dos recursos produtivos da empresa, nos termos do art. 75, inciso I, desta Lei;
> II – a oportuna alienação da empresa em marcha, com a venda de seus estabelecimentos em bloco, nos termos do art. 140 desta Lei;
> § 3º Para a condução das atividades, o juiz poderá, ouvidos os credores, o Comitê de Credores, se houver, o administrador judicial, o Ministério Público e o falido, nomear gestor judicial especializado, que atuará sob supervisão direta do administrador judicial.
> § 4º A continuação provisória das atividades perdurará enquanto se mantiver economicamente viável e vantajosa aos interesses da massa falida, visando à alienação dos ativos na forma do § 2º, inciso II, deste artigo.

§ 5º A continuação provisória das atividades será encerrada por determinação judicial, ouvidos os credores, o Comitê de Credores, se houver, o administrador judicial, o Ministério Público e o falido:
I - com a alienação da empresa ou do estabelecimento empresarial; ou
II - a qualquer tempo, caso se demonstre inviável, deficitária ou prejudicial aos interesses da massa falida.
§ 6º Em caso de revogação da sentença falimentar, o falido assumirá todas as obrigações contraídas durante a continuação provisória das atividades.
Art. 101-B. Autorizada a continuação, o administrador judicial ou, se for o caso, o gestor judicial, apresentará ao juiz, no prazo por ele fixado, plano de negócios, que deverá conter, no mínimo:
I - a projeção de receitas e despesas;
II - as medidas de gestão e operacionais a serem adotadas;
III - a indicação dos contratos bilaterais a serem mantidos, observado o disposto no art. 117 desta Lei;
IV - a estratégia de avaliação dos ativos e o planejamento para a alienação da empresa em marcha, com os respectivos cronogramas;
V – a proposta de remuneração pela condução das atividades, se houver;
§ 1º O plano de negócios de que trata o **caput** deste artigo deverá ser submetido à assembleia-geral, nos termos do art. 35, inciso II, alínea *a* desta Lei e observará o quórum previsto no art. 42 desta Lei.
§ 2º Autorizada a continuação, até a aprovação do plano de negócios de que trata o **caput** deste artigo, na forma do § 1º deste artigo, o administrador judicial ou, se for o caso, o gestor judicial poderá adotar todas as medidas necessárias à consecução dos objetivos previstos no art. 101-A, § 2º desta Lei.
§ 3º O plano de negócios de que trata o **caput** deste artigo poderá ser aditado a qualquer tempo pelo administrador judicial ou, se for o caso, pelo gestor

judicial, hipótese em que será submetido à nova aprovação, nos termos do §1º deste artigo.
§ 4º Aprovado o plano de negócios de que trata o **caput** deste artigo, o administrador judicial ou, se for o caso, o gestor judicial, poderá praticar todos os atos necessários ao seu cumprimento.
§ 5º Os créditos decorrentes das obrigações contraídas pela massa falida em decorrência da continuação provisória de atividades serão pagos com os recursos disponíveis em caixa, conforme disposto nos arts. 84, inciso I-A e §1º, e 150 desta Lei.
§ 6º O administrador judicial ou, se for o caso, o gestor judicial, deverá apresentar relatórios mensais circunstanciados sobre o andamento da continuação provisória das atividades, demonstrando o desempenho financeiro e operacional.
§ 7º O administrador judicial ou, se for o caso, o gestor judicial não será responsabilizado pessoalmente por quaisquer prejuízos decorrentes dos atos praticados nos limites do plano de negócios de que trata o **caput** deste artigo, desde que aprovado na forma do §1º deste artigo.

A estrutura proposta busca equacionar as tensões identificadas ao longo deste estudo. O art. 101-A procura solucionar incertezas jurídicas relevantes: positiva a legitimação ativa ampla, flexibiliza o momento da decisão para além da sentença falimentar, redefine o conceito de "provisoriedade", alinhando-o a um critério funcional de viabilidade econômica, e não meramente cronológico e positiva a possibilidade de contratação de gestor judicial especializado.

Por sua vez, o art. 101-B busca responder diretamente à crítica doutrinária sobre a ausência de um procedimento para a operação continuada, instituindo mecanismo de governança e transparência pautado no plano de negócios, com aprovação e fiscalização pela coletividade de credores, visando, ao máximo, não comprometer a flexibilidade e adaptabilidade do instituto.

A proposta visa equacionar a positivação de um regramento mínimo com a indispensável capacidade de flexibilidade procedimental, buscando conferir previsibilidade e segurança jurídica sem retirar a capacidade de adequação da norma ao caso concreto.

Conclui-se que a positivação de normas procedimentais voltadas à continuação provisória de atividades constitui passo decisivo para a consolidação do instituto, cuja aplicação, quando viável, revela-se apta a harmonizar a busca pela máxima satisfação dos credores com a preservação do valor econômico e social da empresa.

6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente artigo teve por objetivo analisar o instituto da continuação de atividades na falência, demonstrando seu potencial como ferramenta estratégica para a maximização de ativos e preservação da função social da empresa.

Observou-se que, no ordenamento brasileiro, o instituto foi positivado de forma lacunosa, o que se revela como um entrave à sua efetiva difusão e aplicação prática. A análise do direito comparado, especificamente dos modelos argentino e italiano, reforçou esta constatação, ao evidenciar que ordenamentos que disciplinam a matéria de forma estruturada oferecem maior previsibilidade e segurança jurídica.

A despeito desse vácuo legal, a análise do caso Buritirama demonstrou que a conjuntura normativa atual, embora sucinta, permite a aplicação exitosa do instituto. Este caso funcionou como um verdadeiro paradigma prático, suprindo, casuisticamente, a omissão legislativa.

O sucesso da operação, ainda em curso, que se revelou superavitária e caminha para uma alienação otimizada do ativo operacional como *going concern*, validou as principais teses defendidas neste trabalho, quais sejam: (i) a possibilidade de deferimento da medida em momento posterior à sentença de quebra, por iniciativa dos credores; (ii) a viabilidade e, por vezes, necessidade de nomeação

de gestor judicial especializado; (iii) a correta interpretação do caráter "provisório" como funcional – isto é, vinculado à lucratividade e ao objetivo de alienação –, e não meramente cronológico; e (iv) a capacidade de gerar valor expressivo para a massa falida mediante um plano de negócios transparente e tecnicamente crível.

Contudo, o êxito no caso isolado da Buritirama, embora demonstre o vasto potencial do instituto, não é capaz de legitimar a inércia legislativa ou referendar a lacunosidade da LREF sobre a matéria. Para que a continuação de atividades deixe de ser uma solução pouco utilizada e se consolide como ferramenta procedimentalmente previsível e de ampla aplicação, é fundamental um aprimoramento legislativo.

A partir das lições extraídas do direito comparado e da experiência prática nacional, este artigo propôs a criação de um regramento mínimo, sem comprometer a flexibilidade e adaptabilidade do instituto, por meio da sugestão de inclusão de novos artigos à LREF.

Tal regramento visa conferir densidade normativa e segurança jurídica ao instituto, estabelecendo critérios objetivos para sua autorização e encerramento, exigindo governança e transparência na gestão e, fundamentalmente, assegurando que a continuação de atividades sirva ao seu propósito precípuo: otimizar e maximizar a venda dos ativos operacionais em marcha.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABRÃO, Nelson. **A continuação do negócio na falência**. Tese Livre-Docência em Direito. Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, 1975.

AGOSTINI ROMERA, Natalí Ivana; BLOTTA, Juan Francisco; DAGUERRE, Daniela; GENOVESE, Martín Alejandro. **Continuación de la explotación de la empresa a través de cooperativas de trabajo**. Universidad Nacional de Cuyo. Facultad de Ciencias Económicas. Mendoza, 2013. Disponível em: https://bdigital.uncu.edu.ar/objetos_digitales/5204/agostinifinal.pdf. Acesso em 6 nov. 2025.

ALBERTI, Alberto Maffei. L'interesse dei creditori e la continuazione della'attività nel codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza: un' analisi trasversale. **Quaderni di Ristrutturazioni Aziendali**. Fasciolo n. 3/2023, 2023. Disponível em: https://quadernidiristrutturazioniaziendali.it/uploads/admin_editor/Quaderno-n.-3-2023.pdf. Acesso em 6 nov. 2025.

ALMEIDA, Amador Paes de. **Curso de Falência e Recuperação de Empresa:** de acordo com a Lei n. 11.101/2005. 25ª ed. São Paulo: Saraiva, 2009.

AMBROSINI, Stefano. La gestione dell'impresa "in perdita" tra vecchia e nuova sistematica concorsuale. **Quaderni di Ristrutturazioni Aziendali**. Fasciolo n. 1/2023, 2023. Disponível em: https://quadernidiristrutturazioniaziendali.it/uploads/admin_editor/Quaderno-1-2023.pdf. Acesso em 6 nov. 2025.

AQUINO, Diva Carvalho de. **Dos Efeitos da Decretação da Falência em Relação aos Bens e Pessoas do Devedor e Administradores.** *In*: PAIVA, Luiz Fernando Valente de. **Direito Falimentar e a nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas**. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

ASCARELLI, Tullio. **Corso di Diritto Commerciale**. 3ª ed. Milão, 1962.

ASCARELLI, Tullio. **Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado.** Campinas: Bookseller, 1999.

AZZONI, Clara M. In: BONTEMPO, Joana G. B.; SANT'ANA, Maria Fabiana S. D.; OSNA, Mayara R. I. (Coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência:** Lei 11.101/2005. Indaiatuba: Foco, 2022.

BERTOLDI, Marcelo M.; RIBEIRO, Marcia C. P. **Curso Avançado de Direito Comercial.** 12ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2022. E-book.

BEZERRA FILHO, Manoel Justino. **Lei de Recuperação de Empresas e Falência**. 17ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2025.

BORGES FILHO, Daltro; BARROS, Simone. *In*: TOLEDO, Paulo F. C. S. de (Coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas**. 1ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021. E-book.

BUSCHINELLI, Gabriel S. K.; SOUZA, Ana E. L. de. *In*: TOLEDO, Paulo F. C. S. de (Coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas**. 1ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021. E-book.

CAMPINHO, Sérgio. **Curso de Direito Comercial - Falência e Recuperação de Empresa.** 15ª ed. Rio de Janeiro: SRV, 2025.

CBN SANTOS. **Em entrevista para a revista Britânica Newsweek, o empresário João Araújo divulga os planos da Buritipar.** 2024. Disponível em: https://www.cbnsantos.com.br/noticias/noticias/empresario-joao-araujo-divulga-os-planos-da-buritipar.html. Acesso em 6 nov. 2025.

COELHO, Fabio U. **Comentários à Lei de Falências e de Recuperação de Empresas.** 14ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021.

CUNHA, Fernando A. M. da; DIAS, Maria Rita R. P. **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência.** 2ª ed. Avaré: Contracorrente, 2025.

DE LUCCA, Newton. **Da Ética Geral à Ética Empresarial.** 1ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. **Financiamento na Recuperação Judicial e na Falência.** 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022.

DINIZ, Gustavo S. **Curso de Direito Comercial.** 2ª ed. Rio de Janeiro: Atlas, 2022.

DOBSON, Juan Malcolm. **Los nuevos desafios de la insolvencia en la Argentina.** *In*: ESTEVEZ, André Fernandes; JOBIM, Marcio Felix (Coord.). **Estudos de Direito Empresarial**. São Paulo: Saraiva, 2012.

FAZZIO JUNIOR, Waldo. **Nova Lei de Falência e Recuperação de Empresas**. São Paulo: Atlas, 2005.

FIGUEIRAS, Maria Luíza. **Caviar, manganês e credores fumegantes – o thriller da Buritirama**. Valor Econômico, 2022. Disponível em: https://pipelinevalor.globo.com/negocios/noticia/caviar-manganes-e-credores-fumegantes-o-thriller-da-buritirama.ghtml. Acesso em 6 nov. 2025.

FORGIONI, Paula A. **Contratos Empresariais**. 10ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2025. E-book.

FORGIONI, Paula A. **A Evolução do Direito Comercial Brasileiro:** da mercancia ao mercado. 7ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2025. E-book.

GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. **Administração da Falência, Realização do Ativo e Pagamento dos Credores**. *In*: SANTOS, Paulo

Penalva (Coord.). ***A nova lei de falências e de recuperação de empresas***: Lei nº 11.101/05. Rio de Janeiro: Forense, 2006.

LICKS, Gustavo. In: ALVEZ, Alexandre F. de A.; LICKS, Gustavo; GONÇALVES, Oksandro; TEIXEIRA, Pedro F (Coord.). **Lei de Recuperação e Falência Comentada.** vol. 2. 1ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2025.

LOBATO, Moacyr. **Falência e recuperação**. Belo Horizonte: Del Rey, 2007.

MAGOJA, Eduardo Esteban. La Continuación de la Empresa en Quiebra y la Optimización del Derecho a Trabajar: algunos criterios interpretativos en la jurisprudencia nacional argentina. **Revista Latinoamericana de Derecho Social**, núm. 29, 2019. Disponível em: https://www.scielo.org.mx/pdf/rlds/n29/2448-7899-rlds-29-177.pdf. Acesso em 6 nov. 2025.

MAMEDE, Gladston. **Direito Empresarial Brasileiro - Falência e Recuperação de Empresas**. 13ª ed. Rio de Janeiro: Atlas, 2022.

MANGE, Renato L. de M. MANGE, Eduardo Foz. **Classificação dos Créditos na Falência**. *In*: VASCONCELOS, Ronaldo; HANESAKA, Thais D. da S.; PIVA, Fernanda N.; DE ORLEANS E BRAGANÇA, Gabriel J.; SANT'ANA, Thomaz L. (Coord**). *Reforma da Lei de Recuperação e Falência***. São Paulo: IASP, 2021.

NEDER CEREZETTI, Sheila C. **A Recuperação Judicial de Sociedades por Ações – O Princípio da Preservação da Empresa na Lei de Recuperação e Falência**. São Paulo: Malheiros, 2012.

NEGRÃO, Ricardo. **Aspectos Objetivos da Lei de Recuperação de Empresas e de Falências**. 3ª ed. São Paulo: Saraiva, 2009.

NEGRÃO, Ricardo. **Curso de Direito Comercial e de Empresa**. vol. 3. 18ª ed. Rio de Janeiro: Saraiva, 2024.

PACHECO, José da Silva. **Processo de Recuperação Judicial, Extrajudicial e Falência:** em conformidade com a Lei nº 11.101/05 e a alteração da Lei nº 11.127/05. Rio de Janeiro: Forense, 2006.

PALUCHOWSKI, Alida. Le socetà a partecipazione pubblica di fronte alla emersione della crisi, tra tusp e CC.II. **Quaderni di Ristrutturazioni Aziendali**. Fasciolo n. 2/2022, 2022. Disponível em: https://quadernidiristrutturazioniaziendali.it/uploads/admin_editor/Quaderno-2-2022-Speciale-Codice-della-crisi-parte-prima.pdf. Acesso em 6 nov. 2025.

PROVINCIALI, Renzo. La continuazione dell'impresa del fallito. **Revista Il Diritto Fallimentare e delle Società Commerciali**. Milão, 1972.

PUGLIESI, Adriana V. **Direito Falimentar e Preservação da Empresa.** São Paulo: Quartier Latin, 2013.

RIVOLTA, Gian Carlo M. **L'Esercizio dell'Impresa nel Fallimento.** Milão, 1969.

ROPPO, Vicenzo. **Il Contratto.** Milão: Giuffrè, 2001

SACRAMONE, Marcelo B. **Comentários à Lei de Recuperação de Empresa e Falência.** 6ª ed. Rio de Janeiro: SRV, 2025.

SANCHEZ, Ilio G. **Brazil's First DIP Financing for a Bankrupt Company:** court approval granted and full repayment completed. INSOL I-Read Student Newsletter, 2025. Disponível em: https://email.insol.org/cr/AQj--A0Qj5xsGO3G-1X3Ev-lj5FHHcoVTrhKq5an_M9AIQkjqMYq1HIA86Dfbg. Acesso em 6 nov. 2025.

SCALZILLI, João P.; SPINELLI, Luis F.; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de Empresas e Falência: Teoria e Prática na Lei 11.101/2005**. 4ª ed. São Paulo: Grupo Almedina, 2023.

SOUZA, Marcos de Moura e. **Buritirama disputa com a Vale o mercado de manganês no Brasil.** Globo.com, 2019. Disponível em: https://valor.globo.com/empresas/coluna/buritirama-disputa-com-a-vale-o-mercado-de-manganes-no-brasil.ghtml. Acesso em 6 nov. 2025.

SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de. *In*: TOLEDO, Paulo F. C. S. de (Coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas.** 1ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021. E-book.

TJSP; Agravo de Instrumento 2190172-59.2023.8.26.0000; Relator: Alexandre Lazzarini; Órgão Julgador: 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial; Foro Central Cível - 2ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais; Data do Julgamento: 25/10/2023; Data de Registro: 27/10/2023.

TJSP; Agravo de Instrumento 2256954-14.2024.8.26.0000; Relator: Tasso Duarte de Melo; Órgão Julgador: 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial; Foro Central Cível - 2ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais; Data do Julgamento: 23/09/2025; Data de Registro: 23/09/2025.

TJSP; Agravo de Instrumento 2293998-72.2021.8.26.0000; Relator: Natan Zelinschi de Arruda; Órgão Julgador: 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial; Data da Decisão: 04/09/2022; Data de Publicação: 04/09/2022.

TJSP; Agravo de Instrumento 2382406-34.2024.8.26.0000; Relator: Ricardo Negrão; Órgão Julgador: 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial; Data da Decisão: 10/09/2025; Data de Publicação: 10/09/2025.

TOMAZETTE, Marlon. **Curso de Direito Empresarial - Falência e Recuperação de Empresas**. vol. 3. 13ª ed. Rio de Janeiro: SRV, 2025.

VALOR ECONÔMICO. **Curtas**. 2021. Disponível em https://valor.globo.com/empresas/noticia/2021/09/09/07ca71c9-curtas.ghtml. Acesso em 6 nov. 2025.

VILAS BOAS, Daniel Rivorêdo. **A continuação dos negócios na falência:** critérios e condições. *In*: DIAS DO AMARAL, Paulo Adyr; FLORIANO NETO, Alex. **Direito Empresarial:** teoria, práticas e estratégias. Belo Horizonte: Del Rey, 2010.

A RESPONSABILIDADE CIVIL DOS ASSESSORES DE INVESTIMENTOS E INSTITUIÇÕES INTERMEDIÁRIAS DO SISTEMA DE DISTRIBUIÇÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

CIVIL LIABILITY OF INVESTMENT ADVISORS AND INTERMEDIARY INSTITUTIONS IN THE SECURITIES DISTRIBUTION SYSTEM

Ana Claudia Clemente Amaro da Silva (Universidade Federal de São Paulo)[534]

RESUMO: O crescimento do mercado financeiro brasileiro e a expansão da atividade de assessoria de investimentos suscitam relevantes discussões sobre os limites da responsabilidade civil desses profissionais e das instituições intermediárias. O presente trabalho tem por objetivo analisar, à luz da Resolução CVM nº 178/2023, as hipóteses em que as corretoras podem ser responsabilizadas solidariamente pelos danos causados por seus assessores. A pesquisa adota metodologia jurídico-dogmática, com análise normativa e jurisprudencial, especialmente de cinco decisões do Superior Tribunal de Justiça, a fim de identificar os critérios adotados na imputação de responsabilidade às instituições intermediárias. Verificou-se que a responsabilidade decorre da relação de preposição entre assessor e corretora, possuindo natureza objetiva, condicionada à demonstração de violação de deveres de informação, má conduta ou dolo. Concluiu-se que a efetiva supervisão das instituições intermediárias e a observância dos princípios da boa-fé, transparência e *suitability* constituem elementos essenciais para a proteção do investidor e para o fortalecimento da confiança no sistema de distribuição de valores mobiliários.

534 Residente jurídica no Departamento de Defesa do Meio Ambiente e Patrimônio (DEMAP) da Procuradoria Geral do Município de São Paulo (PGM/SP). Formada em Direito pela Universidade Federal de São Paulo – UNIFESP (2021-2025) e ex-integrante da Clínica de Direitos Humanos da UNIFESP (2021-2022).

Palavras-chave: Responsabilidade civil; Assessor de investimentos; Instituição intermediária; CVM 178/2023; Mercado financeiro.

ABSTRACT: The growth of the Brazilian financial market and the expansion of the investment advisory activity raise relevant discussions about the limits of the civil liability of these professionals and intermediary institutions. This study aims to analyze, in light of CVM Resolution 178/2023, the hypotheses under which brokerage firms can be held jointly and severally liable for damages caused by their advisors. The research adopts a juridical-dogmatic methodology, with normative and jurisprudential analysis, especially of five decisions from the Superior Tribunal of Justice, to identify the criteria adopted in attributing liability to intermediary institutions. It was found that liability arises from the agency relationship (relação de preposição) between the advisor and the brokerage firm, having an objective nature, conditioned upon the demonstration of a breach of duties of information, misconduct, or willful intent. It is concluded that the effective supervision by intermediary institutions and the observance of the principles of good faith, transparency, and suitability are essential elements for investor protection and for strengthening confidence in the securities distribution system.

Keywords: Civil liability; Investment advisor; Intermediary institution; CVM Resolution 178/2023; Financial market.

Sumário. 1. Introdução. **2.** A atividade do assessor de investimentos. **2.1**. Caracterização do assessor de investimentos e as atividades que desempenha. **2.2.** Vedações à atuação do assessor de investimentos. **2.3.** Novidades trazidas pela Res. CVM 178/2023. **2.4.** Diferenciação entre o assessor, consultor e gestor. **2.5.** Possível conflito de interesses do assessor. **3.** A responsabilidade civil do assessor de investimentos e instituição intermediária. **3.1.** A responsabilidade civil solidária da instituição intermediária pelos atos do assessor de investimentos. **3.2.** A responsabilização civil do assessor e instituição

intermediária por perdas sofridas por seus clientes. **4.** Análise de decisões judiciais. **4.1.** Metodologia. **4.2.** Resumo das decisões analisadas. **4.3.** Fatores que ensejam a condenação dos assessores e instituições intermediárias. **5.** Considerações finais.

1. INTRODUÇÃO

O cenário brasileiro atual é marcado pela ascensão do mercado financeiro, impulsionada pela popularização das plataformas digitais e pela democratização dos investimentos. Em 2023, o Brasil atingiu a marca de 5 milhões de investidores pessoas físicas cadastrados na B3[535] e o número de assessores de investimento passou de 13.431 em 2020 para 28.240 em 2025, evidenciando a expansão significativa desse mercado e o aumento da demanda por intermediação especializada no acesso a produtos financeiros[536].

Nesse contexto, a Resolução CVM nº 178/2023 é um marco regulatório essencial, que busca equilibrar a flexibilidade operacional dos assessores com a proteção dos investidores. Contudo, persistem dúvidas sobre os critérios que fundamentam a responsabilização civil desses profissionais e das instituições intermediárias do sistema de distribuição de valores mobiliários em relação aos investimentos realizados por seus clientes.

É fundamental reconhecer que a volatilidade e o risco são elementos inerentes a qualquer investimento no mercado de capitais. Não há investimento que ofereça garantia de lucro, e eventos macroeconômicos ou políticos podem causar variações de preços dos ativos, o que não enseja responsabilização das corretoras ou

535 B3. Pessoas físicas: uma análise da evolução dos investidores na B3. São Paulo: B3, 2024. Disponível em: https://www.b3.com.br/data/files/79/94/4E/9F/52CAF8105391B9F8AC094EA8/Book%20Pessoa%20F%C3%ADsica%20-%201T2024%20(v2).pdf. Acesso em: 4 out. 2025.

536 Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Boletim Econômico n.º 108 | 4º Trimestre 2025. Rio de Janeiro: CVM, dez. 2025. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/boletins/boletim-economico/2512_cvm_boletim_economico_108.pdf. Acesso em: 30 mar. 2026.

assessores. Dessa forma, a principal lacuna no âmbito regulatório e jurisprudencial reside na distinção entre o prejuízo decorrente das oscilações padrões do mercado, as quais são assumidas pelo investidor, e a perda decorrente da má conduta ou violação de deveres por parte do assessor.

Esta pesquisa busca contribuir para o debate sobre a responsabilidade civil no âmbito da atuação dos assessores de investimentos e instituições intermediárias, analisando a regulamentação aplicável a esses profissionais, bem como decisões judiciais envolvendo, de um lado, assessores e instituições financeiras intermediárias e, de outro, clientes que se sentiram lesados em decorrência de prejuízo financeiro no contexto dos investimentos realizados. O objetivo é identificar padrões que orientem tanto investidores quanto reguladores, e compreender como se dá a responsabilidade civil nesses casos, e quais critérios são utilizados para tais condenações.

Para isso, serão abordados os aspectos e características da atividade de assessoria de investimentos, com foco nos limites da autonomia do assessor, dever de transparência, vedações impostas pela norma e os possíveis conflitos de interesse desses profissionais. É necessário, ainda, examinar decisões judiciais para identificar os fatores que ensejam a condenação desses agentes, como má-fé, omissão de informações e violação de normas regulatórias, com o objetivo de propor *insights* para equilibrar a proteção do investidor com o desenvolvimento do mercado financeiro.

Portanto, a presente pesquisa tem como objetivo central a análise da responsabilização civil das instituições intermediárias e dos assessores de investimentos, especialmente em casos de perdas financeiras sofridas pelos investidores. Especificamente, busca-se *(i)* examinar a Resolução CVM nº 178/2023 e suas implicações na regulação da atividade de assessoria de investimentos; *(ii)* compreender os critérios utilizados para a responsabilização desses agentes no âmbito judicial; e *(iii)* identificar padrões nas decisões judiciais que envolvam esses litígios.

2. A ATIVIDADE DO ASSESSOR DE INVESTIMENTOS

2.1. CARACTERIZAÇÃO DO ASSESSOR DE INVESTIMENTOS E AS ATIVIDADES QUE DESEMPENHA

O assessor de investimentos é definido pela Resolução CVM nº 178/2023 como "pessoa natural ou jurídica que atua sob responsabilidade e como preposto de um intermediário do sistema de distribuição de valores mobiliários"[537], cujas atividades descritas no artigo 3º incluem *(i)* a prospecção e captação de clientes, *(ii)* recepção e registro de ordens e transmissão dessas ordens para os sistemas de negociação ou de registro cabíveis; e *(iii)* prestação de informações sobre os produtos oferecidos e sobre os serviços prestados pelos intermediários em nome dos quais atue[538].

A atuação das instituições intermediárias e assessores insere-se diretamente no âmbito de competência da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), autarquia responsável por disciplinar, normatizar e fiscalizar o mercado de valores mobiliários, conforme dispõe a Lei nº 6.385/1976. Nesse contexto, compete à CVM disciplinar e fiscalizar as atividades de distribuição, negociação e intermediação[539], zelar pela proteção dos investidores, assegurar práticas equitativas no mercado e apurar e punir infrações cometidas por intermediários e demais participantes[540]. Essa competência regulatória e fiscalizatória

537 BRASIL. **Res. CVM nº 178/2023**. "*Art. 2º Considera-se, para efeitos dessa Resolução: I – assessor de investimento: pessoa natural ou jurídica registrada na forma desta Resolução para realizar, sob a responsabilidade e como preposto de intermediário integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários, as atividades previstas no art. 3º [...].*"

538 BRASIL. **Res. CVM nº 178/2023**. "*Art. 3º A atividade do assessor de investimento abrange: I – prospecção e captação de clientes; II – recepção e registro de ordens e transmissão dessas ordens para os sistemas de negociação ou de registro cabíveis, na forma da regulamentação em vigor; e III – prestação de informações sobre os produtos oferecidos e sobre os serviços prestados pelos intermediários em nome dos quais atue [...].*"

539 BRASIL. **Lei nº 6.385/1976.** "*Art. 1o Serão disciplinadas e fiscalizadas de acordo com esta Lei as seguintes atividades: I - a emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado; II - a negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários [...].*"

540 BRASIL. **Lei nº 6.385/1976**. *"Art . 8º Compete à Comissão de Valores Mobiliários: III - fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, de que trata o Art. 1º, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas*

é essencial para a responsabilização de instituições financeiras e para a aferição da conduta dos assessores de investimentos quando seus atos geram prejuízos aos investidores.

Os intermediários, formalmente denominados "Instituições Integrantes do Sistema de Distribuição de Valores Mobiliários" (ISDVMs) se referem às corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários. Essas instituições atuam como o elo que conecta poupadores (investidores) e emissores (empreendedores), de modo a facilitar a aquisição de valores mobiliários pelos investidores. Essa estrutura cria uma relação triangular, na qual o assessor presta serviços ao investidor, mas é contratualmente vinculado e remunerado pelo intermediário, conforme evidenciado por Rocha (2022, p. 36):

> Enquanto o investidor busca investir nos produtos mais rentáveis, o emissor busca vender seus produtos de investimento ao maior número possível de investidores ou em condições que lhe sejam mais favoráveis. Considerando que o mercado de capitais é estruturado de forma a emissores não venderem diretamente a investidores, instituições de distribuição fazem a intermediação entre esses dois agentes, formando, portanto, uma relação triangular.

Nesse sentido, a atividade do assessor pressupõe a existência de contrato com um ou mais intermediários, sendo que o assessor pessoa física pode atuar como sócio, empregado ou contratado de escritório de assessoria de investimentos que mantenha o referido contrato com um ou mais intermediários.

O assessor pode, ainda, exercer atividades complementares relacionadas ao mercado financeiro, de capitais, securitário e de previdência e capitalização, desde que não sejam conflitantes com suas atribuições profissionais. São exemplos de atividades conflitantes

que dele participem, e aos valores nele negociados; V - fiscalizar e inspecionar as companhias abertas dada prioridade às que não apresentem lucro em balanço ou às que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório. [...]."

a administração de carteira de valores mobiliários, consultoria e análise de valores mobiliários[541].

A conduta profissional do assessor de investimentos deve se basear nos princípios da probidade, boa fé e ética profissional, de modo que deve ser assegurado o sigilo de informações confidenciais às quais tenha acesso no exercício de sua atividade profissional, bem como a descrição de sua forma de remuneração pelos produtos e serviços oferecidos sempre que solicitado pelos clientes. Além disso, o §3º do Art. 3º da Resolução CVM nº 178/23 explicita que o assessor deve assegurar que suas recomendações sejam compatíveis e adequadas ao perfil do cliente. Assim, a *suitability*, além de obrigação prevista na norma, é essencial para a construção da relação de confiança entre o assessor e o cliente, sendo um dos pilares da atividade profissional desses agentes[542].

Diferentemente do consultor financeiro, o assessor não é remunerado diretamente pelo cliente, mas pelas corretoras, por meio de comissões. Ou seja, quando o cliente realiza o investimento por indicação do assessor, este recebe parte das taxas cobradas pela instituição intermediária.

2.2. VEDAÇÕES À ATUAÇÃO DO ASSESSOR DE INVESTIMENTOS

A norma destaca, ainda, em seu artigo 25, as vedações impostas ao assessor no exercício de suas atividades, conforme excerto abaixo:

541 BRASIL. **Res. CVM nº 178/2023**. *"Art. 7º É permitido ao assessor de investimento o exercício de atividades complementares relacionadas aos mercados financeiro, de capitais, securitário e de previdência e capitalização, desde que observadas a legislação e regulamentação aplicáveis e que não sejam conflitantes com as atividades previstas no art. 3º. § 1º São exemplos de atividades conflitantes de que trata o caput: I – a administração de carteira de valores mobiliários; II – a consultoria de valores mobiliários; e III – a análise de valores mobiliários [...]."*

542 BRASIL. **Res. CVM nº 178/2023**. *"Art. 3º § 3º A prestação de informações a que se refere o inciso III do caput inclui as atividades de suporte, orientação e recomendações de investimento inerentes à relação comercial com os clientes, devendo o assessor de investimento assegurar-se de que as recomendações que efetue sejam compatíveis com as políticas, regras e procedimentos específicos dos intermediários referentes ao dever de verificação da adequação do investimento ao perfil do cliente."*

> *Art. 25. É vedado ao assessor de investimento:*
> *I - Receber de clientes ou em nome de clientes, ou a eles entregar numerário, títulos ou valores mobiliários ou outros ativos, ressalvado o recebimento de remuneração por serviços complementares e não conflitantes, nos termos do art. 7º*
> *II – ser procurador ou representante de clientes perante intermediários, para quaisquer fins*
> *III – contratar com clientes ou realizar, ainda que a título gratuito, serviços de administração de carteira de valores mobiliários, consultoria ou análise de valores mobiliários*
> *IV – atuar como preposto de intermediário com o qual não tenha contrato para a prestação dos serviços previstos no art. 3º*
> *V – delegar a terceiros, total ou parcialmente, inclusive a outros assessores de investimento registrados nos termos do art. 11, a execução dos serviços que constituam objeto do contrato celebrado com o intermediário pelo qual tenha sido contratado;*
> *VI – usar senhas ou assinaturas eletrônicas de uso exclusivo do cliente para transmissão de ordens por meio de sistema eletrônico*
> *VII – confeccionar e enviar para os clientes extratos contendo informações sobre as operações realizadas ou posições em aberto.*

Esses profissionais não podem, portanto, receber ou entregar aos clientes ou em nome desses quaisquer valores, títulos, valores mobiliários ou outros ativos, tampouco atuar como procurador ou representante do cliente. Isso ocorre pois o assessor não é custodiante ou administrador direto dos recursos do investidor, mas apenas um profissional que presta orientação e intermedia o relacionamento entre o cliente e a instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários. Nesse sentido, toda movimentação financeira deve ser realizada exclusivamente pela instituição financeira autorizada, com exceção da remuneração decorrente da prestação de serviços complementares.

2.3. NOVIDADES TRAZIDAS PELA RES. CVM 178/2023

A Resolução CVM nº 178, cuja vigência iniciou-se em 2023, substituiu a Resolução CVM nº 16/2021. Entre os pontos de atualização previstos na norma, destaca-se a possibilidade de que os assessores exerçam outras atividades relacionadas aos mercados financeiro, de capitais, de seguros e de capitalização, desde que não conflitem com suas funções principais. Somado a isso, as instituições intermediárias passaram a ter maior responsabilidade na supervisão das atividades dos assessores, sendo responsáveis por monitorar seu trabalho e por eventuais prejuízos causados aos investidores.

Outra atualização relevante diz respeito à possibilidade de participação de sócios capitalistas nos escritórios de assessoria, desde que não assumam responsabilidades operacionais. A inclusão dessa figura tem como objetivo ampliar as oportunidades de financiamento e de participação no mercado, sem comprometer a ética profissional e a conformidade regulatória, uma vez que o sócio capitalista não pode se envolver diretamente nas atividades desempenhadas pelos assessores. É importante destacar que, embora não seja exigida qualificação técnica específica para o sócio investidor, este deve observar e cumprir integralmente as normas estabelecidas pela CVM.

Além disso, os assessores passaram a ter a obrigação de entregar aos investidores um termo de ciência, explicando detalhadamente seu papel, a forma como são remunerados, possíveis conflitos de interesse e os riscos envolvidos na operação, com o objetivo de assegurar que o investidor compreenda não apenas as oportunidades, mas também os limites e riscos envolvidos. Conforme pontuado por Rocha (2022), a falta de transparência é um dos principais vetores de litígios no mercado financeiro, e por isso o termo de ciência representa um avanço na prevenção de condutas abusivas. Contudo, desafios persistem, como a complexidade técnica da linguagem utilizada nesses documentos, que pode dificultar o entendimento por parte de investidores leigos.

2.4. DIFERENCIAÇÃO ENTRE O ASSESSOR, CONSULTOR E GESTOR

Para maior compreensão dos limites das responsabilidades do assessor de investimentos, faz-se necessário entender as diferenças entre o assessor, o gestor de recursos e consultor CVM, conforme evidenciado na tabela abaixo.

Tabela 1. Diferenças entre assessor, gestor de recursos e consultor CVM

Característica	Assessor de Investimentos	Consultor de Valores Mobiliários	Gestor de Recursos
Vínculo	Atua como preposto de corretoras ou distribuidoras, mediante contrato de distribuição.	Profissional independente, com vínculo contratual direto com o cliente.[543]	Profissional independente, com vínculo contratual direto com o cliente, exercendo a administração da carteira de valores mobiliários mediante mandato, sobre ativos custodiados em instituições intermediárias autorizadas.
Relação com o cliente	Presta orientação e suporte no relacionamento com a corretora, auxiliando o cliente no acesso às plataformas e na compreensão dos produtos oferecidos pela corretora.	Oferece recomendações e estratégias de investimento personalizadas, agindo de forma totalmente independente, isto é, sem vínculo com instituições intermediárias. Além disso, não executa ordens nem movimenta recursos.	Atua como procurador do cliente, tomando e executando decisões de investimento nos termos do mandato que lhe for conferido.[544]

543 BRASIL. **Res. CVM nº 19/2021.** *"Art. 1º Para os efeitos desta Resolução, considera-se consultoria de valores mobiliários a prestação dos serviços de orientação, recomendação e aconselhamento, de forma profissional, independente e individualizada, sobre investimentos no mercado de valores mobiliários, cuja adoção e implementação sejam exclusivas do cliente."*

544 BRASIL. **Res. CVM nº 21/2021**. *"Art. 2º § 1º O registro na categoria gestor de recursos autoriza a gestão de uma carteira de valores mobiliários, incluindo a aplicação de recursos financeiros no mercado de valores mobiliários por conta do investidor."*

Decisão do investimento	A decisão final e a autorização da ordem são sempre do cliente.	A decisão final é do cliente, que recebe as recomendações e decide se e quando executá-las.	O profissional possui poder de decisão sobre a alocação e o manejo dos ativos, dentro dos limites do mandato.
Forma de remuneração	É remunerado pela instituição intermediária, através de comissões sobre as operações realizadas.	Taxa fixa ou porcentagem sobre o patrimônio do cliente.	Taxas de administração (fixa) e performance (com base nos resultados).
Atuação e autonomia	Atuação restrita à oferta e recomendação dos produtos da corretora, sem poder de decisão ou execução.	Atuação restrita à elaboração de recomendações, sem poder de decisão ou execução. [545]	Autonomia para tomar decisões e executar operações, agindo como procurador.
Perfil do cliente	Investidores que buscam suporte para obter recomendações e intermediar a execução de ordens.	Investidores que desejam orientação especializada e independente.	Investidores com grandes volumes de recursos, que preferem delegar a gestão de seus ativos a profissionais especializados.

Nessa perspectiva, compete ao assessor de investimentos a prestação de suporte ao cliente em seu relacionamento com a instituição intermediária da qual é preposto, auxiliando-o no acesso às plataformas e na compreensão dos produtos oferecidos pela corretora, além de fornecer informações detalhadas sobre as opções disponíveis e esclarecer os riscos e benefícios associados a cada uma delas. Sua remuneração não é paga diretamente pelo cliente, mas decorre de comissões incidentes sobre as operações realizadas por intermédio da corretora. Diferentemente do gestor de investimentos, o assessor não possui poderes de representação do cliente, sendo certo que a

545 BRASIL. **Res. CVM nº 19/2021.** "*Art. 18. É vedado ao consultor de valores mobiliários: VI – atuar como procurador ou representante de seus clientes perante instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, para fins de implementar e executar as operações que reflitam as recomendações objeto da sua prestação de serviço.*"

decisão final sobre as aplicações financeiras cabe exclusivamente ao investidor.

O consultor de valores mobiliários, por outro lado, é um profissional independente, que não possui vínculo com instituições intermediárias. Sua relação contratual é diretamente com o cliente e seu papel consiste em oferecer recomendações e estratégias de investimento personalizadas, de forma totalmente autônoma. Apesar de fornecer orientação especializada, não possui poder para executar ordens ou movimentar recursos, cabendo sempre ao cliente a decisão final, e sua remuneração pode ocorrer por meio de taxa fixa ou porcentagem sobre o patrimônio do cliente.

Já o gestor de recursos exerce a administração profissional da carteira do cliente, com poderes conferidos por mandato. Enquanto o assessor de investimentos apenas orienta e intermedia o relacionamento do investidor com a corretora, o gestor detém poderes para movimentar efetivamente os recursos do cliente, sempre nos limites estabelecidos no mandato conferido e em conformidade com a regulação da CVM, sendo remunerado diretamente pelo cliente por meio de taxas de administração e performance. Esse modelo é mais comum entre investidores que detêm grandes volumes de recursos e optam por delegar a gestão de seus ativos a profissionais especializados do mercado financeiro.

Nota-se, portanto, que os assessores são os profissionais com menor grau de autonomia no sistema de distribuição, e estão mais suscetíveis a potenciais conflitos de interesse, em razão do vínculo mantido com as corretoras e do modelo de remuneração baseado em comissionamento.

Além disso, ainda que a Resolução CVM nº 178/23 tenha introduzido a possibilidade de atuação como multi vínculo[546], permitindo que um assessor represente mais de um intermediário, com o objetivo de ampliar a oferta de serviços e produtos aos clientes,

546 BRASIL. **Res. CVM nº 178/2023**. *"Art. 4º O exercício da atividade de assessor de investimento pressupõe a manutenção de contrato, por escrito, com um ou mais intermediários para a prestação dos serviços relacionados no art. 3º."*

a prática predominante no mercado ainda é a de exclusividade, com assessores vinculados a uma única corretora, o que decorre, principalmente, dos modelos de contratos privados firmados entre assessores e corretoras.

2.5. POSSÍVEL CONFLITO DE INTERESSES DO ASSESSOR

Ao analisar a atuação do assessor de investimentos, é fundamental explicitar os possíveis conflitos de interesses inerentes a esse profissional. Por um lado, o assessor deve atender aos interesses dos clientes, através da indicação de investimentos adequados ao seu perfil, agindo com transparência e em observância aos princípios da *suitability*. Por outro lado, sua remuneração provém da corretora, através de comissões sobre os produtos que distribui. Conforme observa Rocha (2022), esse modelo de remuneração gera o risco de que o assessor sobreponha seus próprios interesses aos do cliente, por meio da recomendação de produtos que gerem comissões mais elevadas, mas que não correspondam necessariamente ao perfil e aos objetivos do investidor. Tal situação pode comprometer a transparência e a confiança no mercado de capitais, colocando o investidor em posição de vulnerabilidade.

Importante destacar que a remuneração desses profissionais também é objeto de preocupação da CVM, pois, conforme o segundo edital da audiência pública conceitual para reforma da regulação dos assessores de investimento, eles "têm incentivos para vender os produtos financeiros que geram maior comissão (ou 'rebates') e tem interesse que o cliente faça o maior número de operações possível, gerando corretagem, o que nem sempre pode ser do melhor interesse do cliente" (CVM, 2019, p. 14).

Além do potencial conflito de interesse decorrente do modelo de remuneração, Borges (2023) destaca também a significativa influência da pressão institucional sofrida pelos profissionais do mercado financeiro e de vieses cognitivos, conforme excerto abaixo:

> Outros conflitos mencionados em ao menos um terço dos artigos se referem à má conduta dos profissionais devido à pressão interna e a vieses cognitivos. Na primeira categoria são mencionados casos relacionados a emissão de relatórios com projeções otimistas sobre empresas que possuem ou podem vir a possuir relação comercial com a empregadora do analista responsável pelo relatório, a fim de conservar o bom relacionamento, além de situações que envolvem recomendações enviesadas por parte de profissionais que desejam agradar determinados fundos de investimento visando oportunidades de crescimento profissional. Quanto à segunda categoria, relacionada a vieses cognitivos, os autores mencionam divergências observadas em recomendações de diferentes profissionais devido às características pessoais deles, como crenças, experiências prévias e perfil de risco, ademais, esses profissionais estão suscetíveis a estereótipos de gênero, ao efeito manada e ao viés do conservadorismo (BORGES, 2023, p. 63).

Tal dinâmica se intensifica diante da assimetria de informações, uma vez que muitos investidores não possuem conhecimento técnico suficiente para avaliar os riscos dos investimentos ou a adequação das recomendações aos seus objetivos e perfil pessoal. Consequentemente, permanecem dependentes das orientações fornecidas pelos profissionais do mercado, tornando-se suscetíveis a decisões que podem não atender às suas necessidades financeiras reais.

Com vistas a mitigar os potenciais conflitos de interesse descritos acima, a Resolução CVM nº 178/2023 introduziu a obrigação da assinatura, pelo cliente, do Termo de Ciência, que deve indicar o regime de atuação dos assessores, seus limites, vedações e potenciais conflitos de interesses. É vedada a execução de ordens direcionadas

pelo assessor, em nome de cliente por ele apresentado, sem a prévia assinatura deste termo[547].

No entanto, muito embora o Termo de Ciência constitua um recurso importante de proteção ao investidor, sua assinatura não elimina a possibilidade de ocorrência de conflito de interesses, uma vez que muitos investidores carecem de conhecimento técnico suficiente para avaliar as operações financeiras, permanecendo dependentes das recomendações do profissional. Há, também, o risco de o cliente assinar o termo mesmo sem compreender a operação, seja por carecer de conhecimento técnico, ou em razão de conduta dolosa do assessor, que pode omitir informações ou não esclarecer adequadamente todos os riscos envolvidos na operação.

3. A RESPONSABILIDADE CIVIL DO ASSESSOR DE INVESTIMENTOS E INSTITUIÇÃO INTERMEDIÁRIA

3.1. A RESPONSABILIDADE CIVIL SOLIDÁRIA DA INSTITUIÇÃO INTERMEDIÁRIA PELOS ATOS DO ASSESSOR DE INVESTIMENTOS

O artigo 2º, I da Resolução CVM nº 178/23 estabelece que o assessor de investimentos atua "sob a responsabilidade e como preposto de intermediário integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários"[548], isto é, atua em nome da instituição intermediária

547 BRASIL. **Res. CVM nº 178/2023**. "*Art. 37. Quando do cadastramento de clientes apresentados por assessores de investimento, o intermediário deve solicitar aos clientes a assinatura de termo de ciência, com conteúdo mínimo previsto no Anexo A desta Resolução, sobre o regime de atuação dos assessores de investimento, seus limites, vedações e potenciais conflitos de interesses.*
§ 1º O termo de ciência deve ser elaborado de forma a permitir a leitura adequada, inclusive em dispositivos eletrônicos móveis, programas e aplicativos em geral, podendo ter seu formato adaptado para tal fim, desde que sem prejuízo ao seu conteúdo mínimo.
§ 2º É vedado ao intermediário executar ordens direcionadas pelo assessor de investimento, em nome de cliente por ele apresentado, sem a prévia assinatura do termo de ciência, nos termos do caput."

548 BRASIL. **Res. CVM nº 178/2023**. *"Art. 2º Considera-se, para efeitos dessa Resolução: I – assessor de investimento: pessoa natural ou jurídica registrada na forma desta Resolução para realizar, sob a responsabilidade e como preposto de intermediário integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários, as atividades previstas no art. 3º [...];"*

perante terceiros e clientes, nos limites previstos pela norma. Ainda, estão sujeitos às regras, procedimentos e controles internos adotados pelo intermediário[549]. Dessa forma, em razão da relação de preposição estabelecida, a instituição intermediária possui responsabilidade solidária pelos atos do assessor, de modo que deve indenizar clientes e terceiros pelos danos que esses causarem, nos termos dos artigos 932, inciso III[550] e 933[551] do Código Civil.

Importante caracterizar o termo "instituição financeira" que, definido pela Resolução CVM nº 35/2021, refere-se a *(i)* entidades habilitadas a atuarem como integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários; *(ii)* possibilidade de atuação, no mercado de valores mobiliários, por conta própria e de terceiros e *(iii)* atuação na negociação de valores mobiliários, em mercados regulamentados[552].

Conforme entendimento do STJ, para que seja caracterizada a relação de preposição, não é necessário a existência de um contrato típico de trabalho, sendo suficiente a relação de dependência ou que alguém preste serviço sob o interesse e o comando de outrem, nos termos do REs nº 304.673-SP, o qual possui a seguinte ementa:

> REsp n.º 304.673-SP Relator: Ministro Barros Monteiro Recorrente: Usina Santa Rita S/A Açúcar e Álcool Recorrido: Lucas Willian Silva e Outros Ementa: RESPONSABILIDADE CIVIL. USINA. TRANSPORTE DE TRABALHADORES RURAIS. MOTORISTA

549 BRASIL. **Res. CVM nº 178/2023**. *"Art. 28. O intermediário deve: I – estender aos assessores de investimento contratados a aplicação das políticas, regras, procedimentos e controles internos por ele adotados, observado o disposto no art. 23, §§ 3º a 5º [...]."*

550 BRASIL. **Código Civil**. *"Art. 932. São também responsáveis pela reparação civil: III - o empregador ou comitente, por seus empregados, serviçais e prepostos, no exercício do trabalho que lhes competir, ou em razão dele; [...]."*

551 BRASIL**. Código Civil**. *"Art. 933. As pessoas indicadas nos incisos I a V do artigo antecedente, ainda que não haja culpa de sua parte, responderão pelos atos praticados pelos terceiros ali referidos."*

552 BRASIL. **Res. CVM nº 35/2021**. *"Art. 2º Considera-se, para os efeitos desta Resolução: [...] VII – intermediário: a instituição habilitada a atuar como integrante do sistema de distribuição, por conta própria e de terceiros, na negociação de valores mobiliários em mercados regulamentados de valores mobiliários [...]."*

> PRESTADOR DE SERVIÇO TERCEIRIZADO. VÍNCULO DE PREPOSIÇÃO. RECONHECIMENTO. **Para o reconhecimento do vínculo de preposição, não é preciso que exista um contrato típico de trabalho; é suficiente a relação de dependência ou que alguém preste serviço sob o interesse e o comando de outrem.** Precedentes. Recurso Especial não conhecido. 4ª Turma do STJ, unanimidade. Julgado dia 25/09/2001 (Grifo nosso).

Nesse ínterim, o preposto não precisa ser empregado ou estar autorizado a exercer poderes de mandato – constituindo-se a sua atuação dentro do estabelecimento empresarial como uma genuína parte da empresa (NERY JUNIOR e NERY, 2014, p. 2647-2648).

Isso significa que, caso ocorram danos a clientes ou a terceiros em decorrência de conduta do assessor, a instituição intermediária poderá ser diretamente demandada, independentemente de culpa própria, assumindo o dever de reparar integralmente o prejuízo causado. A solidariedade imposta pela legislação visa assegurar maior proteção ao investidor, garantindo que a instituição intermediária estabeleça políticas de supervisão, controles internos e práticas de *compliance* de modo a reforçar a diligência no monitoramento da atuação de seus prepostos.

3.2. A RESPONSABILIZAÇÃO CIVIL DO ASSESSOR E INSTITUIÇÃO INTERMEDIÁRIA POR PERDAS SOFRIDAS POR SEUS CLIENTES

Ante o acima exposto, entende-se que as corretoras e distribuidoras de valores mobiliários assumem o dever de indenizar terceiros pelos danos eventualmente causados pelos assessores. Contudo, a configuração desse dever de indenizar depende da comprovação de que o assessor tenha violado uma norma preexistente ou agido com negligência, imperícia ou dolo no desempenho de suas funções, sendo insuficiente a mera ocorrência de prejuízo financeiro.

A jurisprudência reforça que a mera ocorrência de perda financeira não enseja, por si só, obrigação de indenizar, especialmente quando o investidor foi informado dos riscos ou quando a atuação do profissional se manteve dentro dos limites de sua competência, conforme ementa abaixo:

> APELAÇÃO CÍVEL. CORRETAGEM. AÇÃO DE INDENIZAÇÃO POR DANOS MORAIS E MATERIAIS. MERCADO DE AÇÕES. PERDAS E DANOS. REVELIA. PRESUNÇÃO RELATIVA. ÔNUS DA PROVA. **[...] AUSÊNCIA DE OBRIGAÇÃO DE INDENIZAR POR PARTE DA EMPRESA. INFORMAÇÃO QUANTO AOS RISCOS DAS OPERAÇÕES COMPROVADA. NEGÓCIO DE RISCO, AO QUAL SE SUBMETE O INVESTIDOR, POR OPÇÃO. Ausência de elementos de provas de que o preposto da ré tenha excedido seus poderes, ou seja, prestando-lhe serviços de consultoria de investimento e administração da carteira de ações à autora, para o que não teria autorização da CVM**. Não há como evidenciar um prejuízo ao demandante a justificar as indenizações postuladas. **O mercado mobiliário é um mercado de risco, no qual inexiste a certeza do lucro, ao qual se submeteu a autora, por opção, restando afastada a alegação de ausência de informações quantos aos riscos das operações realizadas pela apelante**. APELAÇÃO DESPROVIDA." (TJRS; Apelação Cível nº 70054369632, rel. des. Ana Beatriz Iser, Décima Quinta Câmara Cível, j. 12.6.2013. Grifo nosso)

Dessa forma, a responsabilização por perdas financeiras deve ser avaliada caso a caso, considerando, entre outros fatores, a adequação do investimento ao perfil do cliente, a transparência e completude das informações prestadas, bem como o cumprimento das normas aplicáveis.

4. ANÁLISE DE DECISÕES JUDICIAIS

4.1. METODOLOGIA

A seguir, serão analisadas cinco decisões do Superior Tribunal de Justiça (STJ) relacionadas a processos que envolvem a responsabilização das instituições financeiras intermediárias pelos atos dos assessores de investimentos, com o objetivo de compreender os critérios utilizados para a responsabilização desses agentes no âmbito judicial, bem como identificar padrões nas decisões condenatórias, especialmente aquelas baseadas em omissão de informações, má-fé e conflitos de interesse. Para isso, buscou-se, na plataforma de pesquisa de jurisprudência do STJ, os termos "ASSESSOR DE INVESTIMENTO" OU "AGENTE AUTÔNOMO" E "CORRETORA VALORES MOBILIÁRIOS" NÃO "TRIBUTÁRIO", além dos filtros de classe "Resp" e "Aresp", tendo em vista que serão analisados apenas recursos especiais e agravos em recursos especiais. Não foi utilizado filtro de data, no entanto, todas as decisões selecionadas possuem julgamento posterior ao início da vigência da Resolução CVM nº 178/23.

A pesquisa resultou em 35 decisões monocráticas, das quais apenas oito apresentavam pertinência material com o tema da responsabilidade da instituição intermediária por atos de seus prepostos. As demais tratavam de questões processuais (como perda de objeto, intempestividade, ou negativa de prestação jurisdicional), criminais (como crimes contra o sistema financeiro nacional), ou de disputas contratuais entre assessores e corretoras, sem envolver o investidor final.

Dessas oito, foram selecionadas as cinco mais relevantes por preencherem cumulativamente os seguintes critérios: (i) relação direta entre investidor, assessor e instituição intermediária; (ii) decisão proferida após a vigência da Resolução CVM nº 178/2023; e (iii) trânsito em julgado.

4.2. RESUMO DAS DECISÕES ANALISADAS

I. RECURSO ESPECIAL Nº 2072979 - SP (2023/0165347-0)

Trata-se de recurso especial interposto pela instituição financeira intermediária em face de acórdão do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo que, em ação de indenização por danos materiais e morais, deu parcial provimento à apelação interposta pelo autor, conforme a seguinte ementa:

> RECURSO - APELAÇÃO CÍVEL - INTERMEDIAÇÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS E ADMINISTRAÇÃO DE FUNDOS DE INVESTIMENTO - REPARAÇÃO DE DANOS MATERIAIS E MORAIS - AÇÃO DE COBRANÇA - MÉRITO. **Autor que busca reaver perdas financeiras suportadas em razão de aplicação em fundos de investimento geridos pela demandada** (aplicação de risco - bolsa de valores) e **reparação de ordem moral**. Inaplicabilidade "in casu" da inversão do ônus probatório prevista no Código Consumerista (Lei nº 8.078/90). Ausência de hipossuficiência ou vulnerabilidade técnica do autor a impedir que comprove o vício do serviço atribuído à corretora de investimentos mobiliários. Vício do serviço da corretora evidenciado por violação do dever de informação. Hipótese na qual há parecer técnico elaborado pela Comissão de Valores Mobiliários - CVM, indicando de forma expressa ter havido **postura irregular pela corretora de investimentos, por ter dado destaque apenas aos possíveis ganhos de operação pelo investidor, minimizando indevidamente seus riscos**. Parecer técnico da CVM comprobatório de que, no caso concreto, **a corretora falhou ao fornecer informações incompletas sobre os produtos comercializados**. Existência de prova contundente a de postura irregular da demandada com danos (perdas financeiras) ao investidor. Ausente, contudo, dano de ordem moral indenizável.

> Improcedência na origem. Sentença reformada. Recurso de apelação do autor em parte provido para condenar a requerida a ressarcimento do prejuízo material, negado, em contrapartida, a reparação moral, ajustada a distribuição da verba sucumbencial. (BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. *Apelação Cível n. 1033442-78.2016.8.26.0001*. Relator: Des. Marcondes D'Angelo. São Paulo, 23 jun. 2022. *Diário da Justiça Eletrônico do TJSP*, São Paulo, 2022. Disponível em: https://esaj.tjsp.jus.br. Acesso em: 5 out. 2025. Grifo nosso.)

Na inicial, o autor visava indenização por danos materiais e morais decorrentes de operações estruturadas que teriam sido realizadas sem a ciência prévia dos riscos envolvidos, uma vez que o assessor teria agido sem a devida transparência, inclusive tendo cobrado carta fiança que havia sido ofertada como gratuita. Conforme a decisão do STJ,

> Na inicial o autor, ora recorrido, requereu, entre outros, (i) a reparação do prejuízo de R$ 286.114,40 (duzentos e oitenta e seis mil, cento e quatorze reais e quarenta centavos) auferido na operação estruturada pela XP; (ii) a imposição de valor não inferior a R$ 80.000,00 (oitenta mil reais) a título de danos morais; (iii) a restituição da quantia de R$ 17.034,74 (dezessete mil, trinta e quatro reais e setenta e quatro centavos) cobradas pela XP a título de "tarifa de alocação de carta fiança", ofertada inicialmente como sem custos; (iv) a restituição de 123.000 (cento e vinte e três mil) ações VALE5. BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Recurso Especial n. 2.072.979 - SP (2023/0165347-0)**. Relatora: Ministra Maria Isabel Gallotti. Brasília, DF, 8 abr. 2025. *Diário da Justiça Eletrônico do STJ*, Brasília, DF, 11 abr. 2025. Disponível em: https://www.stj.jus.br. Acesso em: 5 out. 2025.

Em primeira instância, o juiz julgou os pedidos improcedentes, considerando que não houve falha na prestação dos serviços do assessor de investimentos, uma vez que o autor era investidor experiente e tinha suficiente conhecimento técnico para conhecer os riscos das operações. Após a interposição de apelação em face da sentença, o julgamento foi suspenso para que um parecer técnico emitido pela CVM pudesse ser analisado. Com base nesse parecer, o qual indicou, "de forma expressa, ter havido postura irregular pela corretora de investimentos, por ter dado destaque apenas aos possíveis ganhos de operação pelo investidor, minimizando indevidamente seus riscos" (BRASIL, STJ, 2025, p. 2), a sentença foi reformada e a decisão considerou que houve falha na prestação do serviço, tendo em vista que não foram oferecidas informações completas sobre os riscos das operações e o Termo de Ciência do cliente não foi coletado. Desse modo, a instituição intermediária foi condenada a ressarcir o prejuízo material do cliente, enquanto o pedido de indenização por danos morais foi negado.

À essa decisão, a instituição intermediária interpôs recurso especial, alegando que o acórdão se baseou apenas no parecer da CVM, o qual teria sido anexado tardiamente no processo, bem como que o recorrido possuía perfil de "investidor agressivo" e tinha plena ciência dos riscos e possíveis perdas financeiras decorrentes das operações, os quais foram ensejados por fatores externos, como o desastre ambiental ocorrido à época em Mariana, e não por falha da corretora.

Nesse contexto, a Ministra negou provimento ao recurso especial, mantendo a condenação por danos materiais e a rejeição aos danos morais. A decisão da Ministra se fundamenta no fato de que o acórdão do Tribunal de Justiça estava bem fundamentado e que a admissão do parecer da CVM foi válida, uma vez que se tratava de documento novo, o que está de acordo com a jurisprudência do STJ.

Conforme destacado na decisão, "No caso, o parecer técnico da CVM foi assinado após a interposição da apelação, configurando-se como um documento novo, submetido ao contraditório das partes e,

portanto, passível de valoração pelo Tribunal de origem" (BRASIL. STJ, 2025, p. 8). Ainda, levou-se em consideração a relevância do parecer, considerando que a CVM é a autoridade responsável pela regulação do mercado. Após essa decisão, a instituição intermediária interpôs agravo interno ao recurso especial.

Por fim, as partes optaram por celebrar um acordo, o que acarretou em pedido de desistência do agravo ao recurso especial por parte da corretora.

II. RECURSO ESPECIAL Nº 1813429 - RS (2019/0132097-8)

O recurso especial foi interposto visando reverter a decisão do tribunal de origem, que negou a aplicação do Código de Defesa do Consumidor (CDC) ao caso e concluiu que não houve falha na prestação do serviço por parte da corretora. O entendimento foi de que o autor fora informado acerca dos riscos dos investimentos sugeridos pelo assessor e, ciente desses, tomou a decisão final sobre as operações, conforme ementa abaixo.

> APELAÇÃO CÍVEL. VERBA DE CORRETAGEM PELA INTERMEDIAÇÃO DA COMPRA E VENDA DE AÇÕES (VALORES MOBILIÁRIOS). AÇÕES DE EXIBIÇÃO DE DOCUMENTOS, DE INDENIZAÇÃO E MONITÓRIA. CASO CONCRETO. INAPLICABILIDADE DO CÓDIGO DE DEFESA DO CONSUMIDOR À ESPÉCIE. AÇÃO CAUTELAR DE EXIBIÇÃO DE DOCUMENTOS. Carece de interesse a parte que busca na ação cautelar provimento facilmente alcançado na ação principal. AÇÃO DE INDENIZAÇÃO. O laudo pericial produzido no feito consiste em prova técnica hábil a embasar a sentença, considerando em sua elaboração as demais provas constantes dos autos. **A prova oral, ademais, não corrobora a tese do apelante, não tendo ele, no conjunto do feito, logrado comprovar que os prejuízos sofridos pudessem ser imputados às rés, restando evidenciado que eram suas as**

> **decisões finais sobre os investimentos, estando registradas todas as operações. Caso concreto em que verificada a orientação acerca dos riscos do mercado mobiliário, estando o apelante informado por extratos e notas de operações. Ausência, pois, de falha na prestação dos serviços, sendo indevidos os pretendidos danos materiais e morais**. AÇÃO MONITÓRIA. À vista dos extratos de operações constantes dos autos e verificada a ausência de falha na prestação dos serviços, procede a ação monitória. VERBA HONORÁRIA. Verificada a inadequação alegada, restam redimensionados os honorários sucumbenciais. DERAM PROVIMENTO, EM PARTE, AO APELO. UNÂNIME. BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado do Rio Grande do Sul. **Apelação Cível n. 70077833572 (CNJ: 0148569-06.2018.8.21.7000)**. Relator: Desembargador Otávio Augusto de Freitas Barcellos. Porto Alegre, 19 set. 2018. *Décima Quinta Câmara Cível*. Disponível em: https://www.tjrs.jus.br. Acesso em: 5 out. 2025 (Grifo nosso).

O recorrente argumenta que devem ser aplicadas as disposições do CDC ao caso e que a relação entre o investidor e o assessor é regida pela lei consumerista, uma vez que há o fornecimento de serviços pelo assessor e corretora, isto é, a indicação e oferta dos produtos, bem como o consumo de tais serviços pelo recorrente, na qualidade de consumidor final.

A decisão da Ministra observou que há jurisprudência do STJ no sentido de que, em certas circunstâncias, pode-se aplicar as disposições do CDC aos contratos de corretagem de valores e títulos mobiliários, conforme ementas abaixo:

> "CONSUMIDOR E PROCESSUAL CIVIL. RECURSO ESPECIAL. CORRETAGEM DE VALORES E TÍTULOS MOBILIÁRIOS. OMISSÃO, CONTRADIÇÃO OU OBSCURIDADE. NÃO OCORRÊNCIA. RELAÇÃO DE

CONSUMO. INCIDÊNCIA DO CDC. - Recurso especial interposto em 16/12/2015 e distribuído a este gabinete em 25/08/2016. - Cinge-se a controvérsia à incidência do CDC aos contratos de corretagem de valores e títulos mobiliários. - Na ausência de contradição, omissão ou obscuridade, não existe violação ao art. 535, II, do CPC/73. - O valor operação comercial envolvida em um determinado contrato é incapaz de retirar do cidadão a natureza de consumidor a ele conferida pela legislação consumerista. - **É incabível retirar a condição de consumidor de uma determinada pessoa em razão da presunção de seu nível de discernimento comparado ao da média dos consumidores**. - **Impõe-se reconhecer a relação de consumo existente entre o contratante que visa a atender necessidades próprias e as sociedades que prestam de forma habitual e profissional o serviço de corretagem de valores e títulos mobiliários**. - Recurso especial conhecido e provido. (REsp 1.599.535/RS, Rel. Ministra NANCY ANDRIGHI, TERCEIRA TURMA, julgado em 14.3.2017, DJe de 21.3.2017. Grifo nosso).

AGRAVO INTERNO NO RECURSO ESPECIAL - EXCEÇÃO DE INCOMPETÊNCIA - AUTOS DE AGRAVO DE INSTRUMENTO NA ORIGEM - DECISÃO MONOCRÁTICA QUE NEGOU PROVIMENTO AO RECLAMO. INSURGÊNCIA DA AGRAVADA. 1. O Tribunal local dirimiu a matéria submetida à sua apreciação, manifestando-se expressamente acerca dos temas necessários à integral solução da lide. Não havendo qualquer omissão, contradição ou obscuridade no aresto recorrido, inocorrente a ofensa ao artigo 535 do Código de Processo Civil de 1973. 2. A Corte Estadual concluiu que, no caso dos autos, **está configurada entre as partes relação de consumo, porquanto além do fato de ser a ora recorrente instituição financeira** (incidência da Súmula 297 do STJ); a cláusula de eleição de foro é ilícita, também por estar presente a vulnerabilidade

> da ora recorrida. 3. A revisão do julgado demandaria o revolvimento de matéria fática e a interpretação de cláusulas contratuais, providência que encontra óbice nas Súmulas 5 e 7 deste Tribunal Superior. 4. **O Superior Tribunal de Justiça possui entendimento no sentido de que, é possível a incidência do CDC aos contratos de corretagem de valores e títulos mobiliários** (REsp 1599535/RS, Rel. Ministra NANCY ANDRIGHI, TERCEIRA TURMA, julgado em 14/03/2017, DJe 21/03/2017). 5. Agravo interno desprovido. (AgInt no REsp 1.598.957/SP, Rel. Ministro MARCO BUZZI, QUARTA TURMA, julgado em 19.6.2018, DJe de 26.6.2018. Grifo nosso)."

Argumenta ainda que, mesmo que o CDC possa ser aplicado ao caso, o tribunal de origem não constatou comprovação de que os prejuízos sofridos pelo autor fossem decorrentes de falha na prestação dos serviços por parte da recorrida. Essa decisão foi baseada na análise dos documentos, degravações e depoimento de perito, conforme se extrai dos seguintes trechos do referido depoimento:

> "De outro lado, verificou-se ainda que **o autor estava ciente do risco das operações e também do momento delicado do mercado de ações em meados de 2008**, pois **o corretor alertou para que tivesse cuidado**, pois a bolsa estava em "momento complicado", e que não se tratava de um jogo" e "(...) se verificou que **a decisão das operações sempre era do autor**, embora os operadores, opinassem sobre os investimentos" **BRASIL**. Superior Tribunal de Justiça. **Recurso Especial n.º 1.813.429 - RS** (2019/0132097-8). Relatora: Ministra Maria Isabel Gallotti. Brasília, DF, 27 set. 2021. p. 4. Grifo nosso.

Nesse sentido, para que se reverta a decisão do tribunal de origem, seria necessário o reexame de fatos e provas, o que é vedado

em recurso especial com base da Súmula 7 do STJ, segundo a qual "A pretensão de simples reexame de prova não enseja recurso especial"[553].

Logo, uma vez que o tribunal de origem concluiu que o recorrente não conseguiu comprovar que os prejuízos por ele sofridos pudessem ser imputados à parte recorrida, negou-se provimento ao recurso.

III. RECURSO ESPECIAL Nº 1853439 - RS (2019/0373195-6)

Trata-se de recurso interposto por investidor que, após sofrer prejuízos financeiros em operações no mercado de ações, inconformou-se com a decisão do tribunal de origem que julgou improcedente seu pedido de responsabilização da corretora e indenização pelos prejuízos sofridos, conforme acórdão abaixo:

> APELAÇÃO CÍVEL. CORRETAGEM. AÇÃO INDENIZATÓRIA. INVESTIMENTO EM BOLSA DE VALORES. CONTRATAÇÃO DE CORRETORA DE VALORES E DE AGENTE AUTÔNOMO DE INVESTIMENTOS. ATO ILÍCITO NÃO EVIDENCIADO. OPERAÇÕES DE COMPRA E VENDA DE AÇÕES. AUTORIZAÇÃO E ACOMPANHAMENTO PELO INVESTIDOR. 1. Hipótese em que **o autor reconheceu, em depoimento prestado na audiência de instrução, que concedeu autorização verbal para o agente autônomo agir em seu nome, dispensando consulta prévia para a emissão das ordens de compra e venda à corretora de valores**. 2. Acompanhamento via notas de corretagem e por comparecimento regular e semanal à empresa, pelo interessado.3. **O fato de o agente autônomo ter atuado também como gestor de carteira, em que pese não possuísse habilitação para esse mister perante o órgão regulador, não configura ato ilícito frente ao autor, pois que sua**

553 SUPERIOR TRIBUNAL DE JUSTIÇA (STJ). **Súmula 7**. Revista Eletrônica STJ. São Paulo: STJ, 2005. Disponível em: https://www.stj.jus.br/docs_internet/revista/eletronica/stj-revista-sumulas-2005_1_capSumula7.pdf. Acesso em: 4 out. 2025.

> **atuação ocorreu dentro do que avençaram as partes**. 4. **Ausência de nexo de causalidade entre o agir imputado às rés**, eivado de mera irregularidade, e o prejuízo experimentado. 5. **Crise generalizada no mercado de ações em 2008**, verdadeira causa das perdas noticiadas. 6. Documentação trazida ao final pelo autor (inquérito para apuração de ato delituoso em tese) que não guarda relação com a presente demanda, tampouco com as partes ora litigantes. 7. Verba sucumbencial arbitrada em favor do procurador da ré Link S.A. majorada, considerado o valor atribuído à causa. 8. Honorários recursais devidos, nos termos do art. 85, §§ 1º e 11, do Código de Processo Civil/2015, com acréscimo à verba honorária fixada na sentença. 9. Quanto ao prequestionamento, não restou verificada afronta a quaisquer dispositivos. APELO DO AUTOR DESPROVIDO E RECURSO DA RÉ LINK S.A. PROVIDO. **TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DO RIO GRANDE DO SUL.** Apelação Cível nº 70076370394 (CNJ nº 0002251-54.2018.8.21.7000). Décima Sexta Câmara Cível. Relatora: Des.ª Cláudia Maria Hardt. Julgado em 16 maio 2019. Porto Alegre. Grifo nosso.

O acórdão recorrido concluiu que não houve falha na prestação dos serviços por parte da corretora, uma vez que o autor acompanhava a movimentação de sua carteira de investimentos por meio de e-mails, extratos e notas de corretagem recebidas semanalmente, o que afasta a alegação de que desconhecia as operações realizadas. Conforme entendimento da decisão de primeiro grau e corroborado pela Ministra,

> (...) o demandante foi previamente informado acerca do risco de atuação no mercado de ações, e mesmo assim firmou os contratos para que a parte demandada especulasse no mercado de ações. Inexiste indicativo no feito que a atividade

> desenvolvida pelos demandados tenha sido irregular, porque todas as operações realizadas em nome do demandante foram efetivadas conforme os termos do contrato e a legislação pertinente. *(BRASIL. Recurso Especial nº 1.853.439 - RS (2019/0373195-6). Relatora: Ministra Maria Isabel Gallotti. Julgado em 2019. p. 7.*

O recorrente alega que o assessor teria atuado de maneira irregular, uma vez que prestou serviços de gestor de carteira ao agir em nome do cliente, ainda que não tivesse habilitação para tal. O acórdão, no entanto, concluiu que tal atuação não configura ato ilícito do assessor perante o autor, pois ainda que não tivesse habilitação, sua atuação ocorreu dentro do que avençaram as partes e com o aval do recorrente.

Além disso, tendo em vista que a decisão recorrida concluiu que não houve nexo causal entre a conduta da corretora e os prejuízos auferidos pelo investidor, a Ministra explicitou que, para a revisão do acórdão, seria necessário reinterpretar as cláusulas contratuais e reexaminar o conjunto fático-probatório, o que seria inviável em recurso especial, considerando as súmulas 5 e 7 do STJ, em consonância com os seguintes precedentes:

> "AGRAVO INTERNO NO AGRAVO EM RECURSO ESPECIAL. 1. AUSÊNCIA DE VIOLAÇÃO DO ART. 1.022 DO CPC/2015. 2. REEXAME DO ACERVO FÁTICO-PROBATÓRIO. IMPOSSIBILIDADE. SÚMULA 7/STJ, POR AMBAS AS ALÍNEAS DO PERMISSIVO CONSTITUCIONAL. 3. AGRAVO INTERNO DESPROVIDO. [...] 2. A revisão das conclusões estaduais quanto aos prejuízos decorrentes da rescisão contratual demandaria, necessariamente, a interpretação de cláusulas do acordo e o revolvimento do acervo fático-probatório dos autos, providências vedadas no âmbito do recurso especial, ante os óbices dispostos nas Súmulas 5 e 7 do STJ. 3. Agravo interno a que se nega provimento. (AgInt no AREsp

> n. 1.347.639/SP, Rel. Ministro MARCO AURÉLIO BELLIZZE, TERCEIRA TURMA, julgado em 17/2/2020, DJe 19/2/2020).
> AGRAVO INTERNO. RECURSO ESPECIAL. PROCESSUAL CIVIL. DECISÃO DE ADMISSIBILIDADE. PREQUESTIONAMENTO. AUSÊNCIA. INADMISSIBILIDADE. REINTERPRETAÇÃO DE CLÁUSULAS CONTRATUAIS. REEXAME DE FATOS E PROVAS. INVIABILIDADE. [...] 2. Não cabe, em recurso especial, reinterpretação de cláusulas contratuais ou reexame de matéria fático-probatória. Incidência das Súmulas 5 e 7 do STJ. 3. Agravo interno a que se nega provimento. (AgInt no REsp n. 1.823.251/SP, Rel. Ministra MARIA ISABEL GALLOTTI, QUARTA TURMA, julgado em 11/2/2020, DJe 18/2/2020).

Ante o exposto, a Ministra negou provimento ao recurso, mantendo integralmente a decisão proferida no acórdão. Concluiu-se que a decisão do tribunal de origem se manifestou expressamente sobre as provas e os argumentos apresentados pelo autor e rejeitou a alegação de que o acórdão carecia de fundamentação.

IV. AGRAVO EM RECURSO ESPECIAL Nº 2742364 - SP (2024/0341296-7)

> PROCESSUAL CIVIL. AGRAVO EM RECURSO ESPECIAL. AÇÃO ORDINÁRIA. EMBARGOS DE DECLARAÇÃO. OMISSÃO, CONTRADIÇÃO OU OBSCURIDADE. NÃO OCORRÊNCIA. VIOLAÇÃO DO ART. 489 DO CPC. INOCORRÊNCIA. REEXAME DE FATOS E PROVAS. INADMISSIBILIDADE. 1. Ação ordinária. 2. Ausentes os vícios do art. 1.022 do CPC, rejeitam-se os embargos de declaração. 3. Devidamente analisadas e discutidas as questões de mérito, e fundamentado corretamente o acórdão

> recorrido, de modo a esgotar a prestação jurisdicional, não há que se falar em violação do art. 489 do CPC. 4. O reexame de fatos e provas em recurso especial é inadmissível. 5. Agravo conhecido. Recurso especial parcialmente conhecido e, nessa extensão, não provido. BRASIL. Agravo em Recurso Especial nº 2.742.364 - SP. Relatora: Ministra Nancy Andrighi. Julgado em 2025.

O caso em análise trata de ação ajuizada por uma investidora em face de um escritório de assessoria de investimento e corretora de valores mobiliários, visando a anulação do negócio jurídico realizado entre as partes. A autora alega que foi induzida a transferir seu patrimônio para a custódia do réu, sob influência de seu ex-gerente bancário, que passou a integrar o referido escritório de assessoria, e que foram realizadas diversas aplicações de altíssimo risco em seu nome, gerando prejuízo de aproximadamente 12 milhões de reais.

Ocorre que a recorrente tinha, à época dos fatos, 86 anos e perfil de investidor conservador, além de não utilizar meios digitais e tampouco possuir conhecimento técnico acerca de operações complexas, logo as operações realizadas não foram consentidas de maneira esclarecida e refletiam os interesses das recorridas em ampliar receitas com corretagens e comissões.

No tribunal de origem, os pedidos foram julgados improcedentes, sob o argumento de que a investidora teria assinado documentos autorizando as operações. Contudo, ao apreciar recurso especial, o STJ concluiu que haviam omissões no caso e determinou o retorno dos autos ao Tribunal de Justiça para reexame.

Em novo julgamento, o Tribunal de Justiça reformou a decisão anterior e concluiu que as operações não foram realizadas pela investidora, mas conduzidas pela ré, em conflito de interesses e sem a devida informação. Ainda, restou demonstrado que a autora possuía perfil conservador e não tinha conhecimento suficiente para assumir os riscos das operações, o que evidenciou o abuso de sua vulnerabilidade enquanto consumidora idosa.

Diante desse quadro, as rés foram condenadas solidariamente a restituir os ativos transferidos e devolver as comissões recebidas, conforme o seguinte acórdão:

APELAÇÕES CÍVEIS RESPONSABILIDADE CIVIL Sentença de Improcedência Inconformismo deduzido por ambas as partes Divergência estabelecida por este 2o Juiz em relação ao entendimento lançado pelo limo. Relator prevento, o qual, em sede de reexame ordenado pelo C. Superior Tribunal de Justiça, manteve o posicionamento anterior, rejeitando os embargos de declaração opostos pela parte autora Mérito recursal Considerando as inúmeras omissões assertivamente reconhecidas pelo C. Superior Tribunal de Justiça e, s. m. j., novamente não enfrentadas, reputa-se necessário o reexame do caso concreto, tomando como norte as orientações contidas no v. acórdão referente ao REsp n° 1928874 - SP (2019 /0302009-5), o qual proveu em parte o recurso da Autora e julgou prejudicados os recursos das Rés Ação proposta com o objetivo de anular negócio jurídico realizado com pessoa jurídica agente autônomo de investimento (IDEAL TRADE) e com corretora de câmbio, títulos e valores mobiliários (XP INVESTIMENTOS), com base na **alegação de que a Autora, senhora idosa (octogenária) teria sido induzida em erro por pessoa que, abusando de sua confiança, em conflito de interesses, teria atuado exclusivamente no interesse das rés, em operações de investimento de altíssimo risco em bolsa de valores** A análise pormenorizada da documentação acostada ao processo revela cristalina responsabilidade civil pelos atos praticados pelas Requeridas entre maio de 2014 e maio de 2015, concernente aos pregões objeto do inconformismo deduzido pela Autora e sem que ela tenha consentido, efetivamente, com a alteração de seu perfil de investidora Diferentemente do quanto, em princípio, entendeu a CVM, forçoso concluir no âmbito da presente ação que **as operações não foram comandadas pela própria idosa, mas sim sugeridas, autorizadas e efetivadas pela Corré**, IDEAL TRADE **Prova documental examinada em conjunto à prova oral colhida não deixam dúvidas a respeito do perfil conservador da Autora, a qual não tinha interesse**

em expor seu patrimônio a riscos maiores Tentativa enfadonha e pueril das Rés de induzir o MM. Juízo a quo e esta Instância Recursal em erro, no sentido de que a Autora era sabedora dos riscos de aportar expressivo patrimônio no mercado de valores mobiliários, sendo que em tratativas amigáveis anteriores ao ingresso com a ação, ambas as empresas indiretamente reconhecem a sucessão de erros Nos moldes em que os fatos se sucederam, **considerando que a Autora contava à época dos fatos 86 anos, não utilizava a internet, e, até então, não possuía sequer uma conta de e-mail, não acessava sua conta da XP INVESTIMENTOS, não era quem, decididamente, autorizava as transações e não tinha o menor conhecimento sobre a assinatura do pacote "Long & Short" e demais, em especial sobre o volume do pacote assinado de 15 milhões de reais, confiou no seu ex-gerente de banco, o qual a convenceu a passar as ações que compunham o patrimônio dela e de sua família, sendo ela a matriarca, para a custódia da XP INVESTIMENTOS, sem que tivesse, cabalmente, o seu conhecimento esclarecido acerca das especificidades das transações, estando completamente vulnerável como consumidora e pessoa idosa diante das empresas Rés** A vulnerabilidade da Autora diante de todo o imbróglio criado pelas empresas Requeridas, cujos objetivos estão cristalizados nos autos, com vistas à captação de clientela de maneira não ortodoxa e aumento forçado de volume de operações na bolsa de valores para ampliar os recebimentos das empresas com corretagens e comissões, revela também o quanto deixou-se de examinar em primeira e segundas instâncias até o brilhante voto proferido nos autos do REsp n° 1928874 - SP (2019 /0302009-5) acerca das particularidades do caso em comento, **sobretudo porque é preciso atentar em termos de responsabilidade civil não só para as regras contidas no Código Civil, mas também sob a ótica protetiva do Código de Defesa do Consumidor**, sem descuidar, ainda, da proteção chancelada pelo Estatuto do Idoso É caso de reverter o resultado da r. sentença para julgar procedente a presente ação para condenar as Rés, a título de indenização, a devolução integral dos ativos transferidos à custódia da XP INVESTIMENTOS na data de 27/05/2014, cuja avaliação deverá

ser feita em sede de liquidação por arbitramento para que haja a restituição do patrimônio original da Autora, nos moldes pleiteados no item "d)" da petição inicial. Igualmente, com vistas a remediar, ainda que minimamente, na esteira do quanto, inclusive, já haviam proposto extrajudicialmente as Requeridas, é caso de acolhimento do item "e)" da petição inicial, de modo que as Requeridas deverão devolver as parcelas das comissões percebidas, de modo a minimizar a perda do patrimônio constatada Requeridas deverão responder pelas custas e despesas processuais, além de honorários advocatícios aos patronos da Autora, nos termos dos §§ 2o e 11, do artigo 85, do Código de Processo Civil Acolhidos os embargos de declaração opostos pela Autora, com efeitos modificativos para dar provimento ao recurso de apelação cível por ela interposto, restando prejudicados os recursos de apelação civil e apelo adesivo interpostos pelas Requeridas, com determinação de extração e remessa de cópia do presente acórdão ao Ministério Público do Estado de São Paulo, nos termos do artigo 19, inciso II, da Lei n° 10.741 /03, bem como à Comissão de Valores Mobiliários (CVM), com vistas a ilustrar o PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM N° SP2016/19. (e-STJ fls. 4735-4738). BRASIL. **Apelação Cível nº 1068095-37.2015.8.26.0100**. Comarca de São Paulo. 2ª Câmara de Direito Privado do Tribunal de Justiça de São Paulo. Relator: Des. José Carlos Ferreira Alves. Julgado em 19 set. 2023. Grifo nosso.

Inconformada, a corretora interpôs recurso especial, sustentando que as operações foram realizadas com a ciência e autorização da investidora, o que seria comprovado pela assinatura dos documentos autorizando as operações, não havendo que se falar em vício de consentimento. A Ministra, contudo, rejeitou tais alegações, destacando que o TJSP enfrentou de forma fundamentada as questões relevantes, não havendo negativa de prestação jurisdicional. Ressaltou, ainda, que eventual revisão das conclusões demandaria reexame de fatos e provas, hipótese vedada em recurso especial, conforme a Súmula 7 do STJ[554]. Assim, o recurso foi parcialmente conhecido e, na

554 SUPERIOR TRIBUNAL DE JUSTIÇA (STJ). **Súmula 7**. Revista Eletrônica STJ. São Paulo: STJ, 2005. Disponível em: https://www.stj.jus.br/docs_internet/revista/

parte admitida, negado provimento, consolidando a condenação da corretora.

V. RESP 1943775 (2021/0179239-2 - 08/11/2022)

O caso trata de recurso especial interposto por investidora, visando reforma do seguinte acórdão:

> CIVIL. CONSUMIDOR. RESPONSABILIDADE CIVIL. PRESTAÇÃO DE SERVIÇO. CORRETAGEM. BOLSA DE VALORES. CHURNING. NEXO CAUSAL. **Ação indenizatória movida contra corretora de investimentos ao argumento de negociações excessivas e fraudulentas de ativos com o escopo de obter taxas de corretagem em detrimento do investidor ("Churning"). A relação jurídica entre as partes tem natureza de consumo de modo que a Ré responde objetivamente pelos danos causados no exercício de suas atividades, ônus do qual se exime apenas se comprovar alguma excludente de responsabilidade**, como a adequada prestação do serviço ou fato exclusivo da vítima. A prova dos autos demonstra que **todas as ordens de compra e venda de ações partiram do login da titular da conta de investimento ou foram realizadas em seu nome pelo sobrinho, pessoa de sua confiança com permissão para acessar e gerir da carteira**. **O prejuízo experimentado pela mãe da Autora decorreu da escolha equivocada do corretor por ela nomeado que mais se assemelhava a procurador, tamanha a liberdade de agir sem necessidade de receber ordens, o que provocou o rompimento do nexo causal**. Se conjunto probatório não revela qualquer defeito na prestação do serviço de corretagem, muito menos a intenção de receber comissão em excesso, inviável impor à Ré o dever

eletronica/stj-revista-sumulas-2005_1_capSumula7.pdf. Acesso em: 4 out. 2025.

de indenizar. **A Autora demonstra inconformismo com a forte desvalorização da carteira, mas assim como a esperança de ganhos vultosos, o risco de perdas acentuadas é inerente ao mercado de ações e deve ser suportado por aqueles que se aventuram a negociar no mercado de ações, sendo inviável transferir à Ré a responsabilidade pelas perdas**. Recurso desprovido. BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro. Apelação Cível nº 0273823-59.2016.8.19.0001. Rio de Janeiro, 2020. Grifo nosso.

A ação original buscava reparação por perdas financeiras em razão de suposta prática de "*churning*" por parte do assessor, uma conduta irregular do mercado financeiro que consiste na realização de um volume excessivo de operações com o objetivo de gerar taxas de corretagem, em detrimento do patrimônio do cliente. O recorrente alegou que as negociações na bolsa foram efetuadas de forma criminosa pelo primo da investidora, que atuava como seu corretor, inclusive após ela ficar inconsciente e mesmo após seu óbito. Nesse sentido, os atos do recorrido teriam visado exclusivamente o recebimento da taxa de corretagem, causando danos materiais e morais na recorrente, filha e única herdeira da investidora.

O acórdão do Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro concluiu que a relação entre as partes era de consumo, mas que não houve falha na prestação do serviço por parte da corretora, e que o prejuízo da investidora ocorreu devido à sua própria conduta, tendo em vista que as provas do processo demonstraram que todas as ordens de compra e venda foram realizadas pelo seu *login*, ou foram realizados em seu nome pelo sobrinho, que tinha permissão irrestrita para acessar e movimentar sua carteira.

Destacou-se que, ao permitir o acesso do sobrinho à sua conta, a recorrente rompeu o nexo de causalidade entre a conduta da corretora e o dano sofrido, ou seja, a concessão dos poderes de "procurador" ao sobrinho foi a causa do prejuízo, e não a conduta da corretora. O tribunal de origem concluiu o seguinte:

> Ao contrário do que sustentam as razões recursais, **não se tratam de negociações realizadas à revelia da mãe da Apelante, mas de compra e venda de ações realizadas em seu nome por pessoa com permissão para acessar sua conta de operações na bolsa de valores**. [...] Ora, se a titular da conta de investimento, por confiar no seu sobrinho, optou por contrariar o pactuado entre as partes e permitir que seu preposto criasse a senha e tivesse acesso ao seu sistema de roteamento de ordens, fica claro o **rompimento do nexo causal que libera a Apelada do dever de indenizar na medida em que a prova deixa evidente a regularidade das informações recebidas na movimentação da conta**. BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro. Apelação Cível nº 0273823-59.2016.8.19.0001. Rio de Janeiro, 2020. p. 3-4. Grifo nosso.

Inconformada, a autora recorreu ao STJ, buscando a reforma da decisão sob a alegação de que a corretora teria violado o dever de informação e boa-fé. No entanto, o Ministro negou provimento ao recurso, mantendo a decisão anterior. A decisão foi fundamentada com base na Súmula 7 do STJ[555], a qual proíbe o reexame de fatos e provas em sede de recurso especial.

Concluiu-se que reverter o entendimento do tribunal de origem, que afastou o nexo causal, exigiria a reavaliação do conjunto probatório, o que é vedado nesta instância.

555 SUPERIOR TRIBUNAL DE JUSTIÇA (STJ). **Súmula 7**. Revista Eletrônica STJ. São Paulo: STJ, 2005. Disponível em: https://www.stj.jus.br/docs_internet/revista/eletronica/stj-revista-sumulas-2005_1_capSumula7.pdf. Acesso em: 4 out. 2025.

4.3. FATORES QUE ENSEJAM A CONDENAÇÃO DOS ASSESSORES E INSTITUIÇÕES INTERMEDIÁRIAS

Figura 1. Decisões do STJ sobre responsabilização da corretora



Tabela 2. Resumo dos casos

Caso	Breve Resumo	Principais Argumentos	Houve condenação da corretora?	Fator Mais Relevante para a Decisão
REsp nº 2072979-SP	Investidor busca indenização por perdas em operações complexas e alega falta de transparência da corretora.	Investidor: Falha no dever de informação da corretora, que teria minimizado os riscos das operações. Corretora: O investidor era experiente e possuía ciência dos riscos.	Sim	Parecer técnico da CVM atestando a falha do assessor no dever de diligência, uma vez que deu destaque apenas aos possíveis ganhos da operação e minimizou indevidamente os riscos.

REsp nº 1813429-RS	Cliente busca reverter perdas e alega falha da corretora, que não o informou sobre os riscos das operações.	Investidor: Falha na prestação de serviço e prejuízos causados pela corretora. Corretora: Cliente experiente, que possui conhecimento dos riscos das operações.	Não	Não houve falha na prestação do serviço do assessor, com base em laudo pericial e depoimentos que comprovam que o cliente estava ciente dos riscos das operações.
REsp nº 1853439-RS	Investidor busca indenização e alega que o assessor atuou de forma irregular como gestor de carteira.	Investidor: Assessor atuou de maneira irregular como gestor de carteira, uma vez que não possuía habilitação para tal. Corretora: Houve acompanhamento das operações e autorização verbal do cliente para que o assessor atuasse em seu nome.	Não	Inexistência de nexo de causalidade, uma vez que o investidor concedeu autorização verbal para o assessor agir em seu nome, dispensando consulta prévia para a emissão das ordens de compra e venda à corretora de valores. Além disso, acompanhava as operações regularmente e foi informado dos riscos.
Agravo em REsp nº 2742364-SP	Investidora idosa busca indenização por prejuízos milionários em operações de alto risco.	Investidor: Vício de consentimento e abuso da vulnerabilidade da idosa. Corretora: Autorização e ciência da cliente.	Sim	Vulnerabilidade da cliente idosa e vício de consentimento.

REsp nº 1943775-RJ	Cliente busca reparação por suposta prática de "*churning*".	Investidor: Prática de "*churning*" e prejuízos financeiros. Corretora: Cliente permitiu acesso de terceiro à conta e foi informada dos riscos das operações.	Não	Rompimento do nexo causal uma vez que autorizou seu corretor e sobrinho a acessar sua conta de operações na bolsa de valores.

A partir da análise das decisões acima, percebe-se que a responsabilização civil das instituições intermediárias pelos prejuízos auferidos por seus clientes no âmbito de operações do mercado financeiro não é automática e depende de fatores como (i) a comprovação do nexo de causalidade entre a falha na conduta dos profissionais e o prejuízo sofrido pelo investidor; (ii) o conhecimento do investidor acerca do mercado financeiro e dos riscos inerentes às operações, (iii) a transparência e prestação de informações claras por parte dos assessores sobre as operações e seus riscos; e (iv) autorização e ciência do cliente.

Portanto, as decisões têm se aprofundado na análise do contexto fático e da relação entre cliente e assessor, indo além das formalidades contratuais, como assinatura do termo de ciência de risco, para determinar a responsabilização. Conforme decisão do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo:

> O acórdão recorrido, para manter integralmente a sentença de improcedência, fundou-se em documentos que conteriam a assinatura da autora, bem como e-mails enviados de sua conta, que comprovariam não apenas a sua ciência, mas também o seu consentimento com as operações realizadas. [...] Ocorre que a narrativa que dá fundamento à pretensão da autora é justamente a de que as rés, valendo-se de funcionário da IDEAL TRADE que detinha sua confiança, acabaram por, de fato,

> administrar suas ações, sem lhe informar adequada e precisamente que elas não estavam simplesmente sendo custodiadas e submetidas à oscilação normal de preço em bolsa. Sendo assim, a conclusão inafastável a que se chega é a de que fundamentação citada acima se mostra aquém do necessário para a efetiva entrega da jurisdição**. Com efeito, não basta fundamentar a improcedência do pedido em suposto termo de quitação e demais autorizações assinados pela autora, quando o que ela alega é justamente o fato de que apenas o fez porque foi dolosamente induzida em erro**.[556]

Nesse sentido, o caso acima demonstra que a simples assinatura de um Termo de Ciência não é, por si só, suficiente para afastar a responsabilidade da corretora. A jurisprudência vai além dessa formalidade para verificar a efetividade do consentimento, sendo que, no caso supracitado, ainda que existissem documentos autorizando as operações, a decisão concluiu que houve vício de consentimento, pois a cliente não tinha o conhecimento técnico necessário para entender as especificidades das transações.

Além disso, os investimentos realizados não eram aderentes ao perfil conservador da investidora, que alegou não ter conhecimento das operações realizadas. Conforme previsto na decisão, "prova documental examinada em conjunto à prova oral colhida não deixam dúvidas a respeito do perfil conservador da Autora, a qual não tinha interesse em expor seu patrimônio a riscos maiores (...)" (BRASIL, Superior Tribunal de Justiça, Agravo em Recurso Especial nº 2742364/SP, 2025, p. 3). Essa conclusão reforça a importância da adequação do produto ao perfil do cliente, de modo que a *suitability* deve ser vista pelos profissionais do mercado financeiro como um processo real de educação e esclarecimento do cliente, e não apenas uma formalidade.

556 SÃO PAULO (Estado). Tribunal de Justiça. **Apelação Cível nº 1068095-37.2015.8.26.0100**. Relator: José Carlos Ferreira Alves. Julgado em 19 set. 2023. Diário da Justiça Eletrônico, São Paulo, 2023. Acórdão referente aos embargos de declaração. Grifo nosso.

Percebe-se que a mera assinatura do investidor, isoladamente, não afasta a responsabilidade do assessor de investimentos quando há vício no dever de informação ou quando este age com dolo de modo a induzir o cliente a erro. É necessário levar em consideração, também, fatores como a violação do dever de informação, a assimetria informacional e a exploração da vulnerabilidade do investidor, bem como a aderência dos investimentos ao perfil do cliente.

No REsp nº 2072979-SP[557], a condenação da corretora se deu de forma expressa pela falha na transparência do assessor. Um dos pontos centrais da decisão proferida pelo tribunal foi o parecer técnico emitido pela CVM, o qual serviu como prova contundente de que a corretora deu destaque apenas aos possíveis ganhos da operação financeira e minimizou indevidamente os riscos. Esse comportamento foi decisivo para comprovar que a omissão de informações completas e equitativas impediu o cliente de tomar uma decisão consciente, validando a tese de que a assimetria informacional foi a causa do dano.

Em relação aos casos em que houve absolvição da instituição intermediária, isto é, o REsp nº 1813429-RS[558], REsp nº 1853439-RS[559] e REsp nº 1943775-RJ[560], nota-se que o fator mais relevante para afastar a responsabilidade da corretora é que não foi possível comprovar a existência de nexo de causalidade entre a conduta do assessor e o prejuízo auferido pelo cliente.

Nos casos REsp nº 1813429-RS e REsp nº 1853439-RS, concluiu-se que o prejuízo decorreu do risco inerente ao mercado, e não de um ato ilícito da corretora. Já o REsp nº 1813429-RS teve provimento negado, pois o tribunal de origem concluiu que o autor não logrou êxito em comprovar que os prejuízos sofridos foram decorrentes de ação ou

557 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Recurso Especial n.º 2.072.979 - SP (2023/0165347-0)**. Relatora: Ministra Maria Isabel Gallotti. Brasília, DF, 11 abr. 2025.

558 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Recurso Especial n.º 1.813.429 - RS (2019/0132097-8)**. Relatora: Ministra Maria Isabel Gallotti. Brasília, DF, 27 set. 2021.

559 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Recurso Especial n.º 1.853.439 - RS (2019/0373195-6)**. Relatora: Ministra Maria Isabel Gallotti. Brasília, DF, 16 mar. 2020.

560 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Recurso Especial n.º 1.943.775 - RJ (2021/0179239-2)**. Relator: Ministro João Otávio de Noronha. Brasília, DF, 7 nov. 2022.

omissão do assessor. Nesses casos, a decisão foi fundamentada na Súmula 7 do STJ[561], que impede o reexame de fatos e provas em sede de recurso especial, reforçando que a análise factual das instâncias inferiores foi suficiente para afastar a falha na prestação do serviço.

Em síntese, a análise jurisprudencial contribui para a discussão jurídica ao evidenciar que a responsabilidade civil no mercado de capitais é um tema dinâmico, no qual o poder judiciário busca um equilíbrio entre o risco da operação, assumida pelo investidor, e o dever de diligência e boa-fé das instituições financeiras.

A pesquisa demonstra que a condenação é mais provável quando há provas de falha na prestação de informações pelo profissional e no dever de transparência, evidenciados por pareceres técnicos ou depoimentos. Além disso, leva-se em consideração *(i)* a vulnerabilidade do investidor, *(ii)* o conflito de interesses do assessor, que visa beneficiar a si ou à corretora em detrimento do cliente e *(iii)* o nexo causal entre a conduta irregular do assessor de investimentos e o prejuízo auferido pelo investidor. Por outro lado, a absolvição ocorre quando a prova demonstra que o nexo de causalidade foi quebrado por uma ação do próprio cliente ou que o prejuízo é inerente ao risco do mercado, afastando a falha na prestação do serviço.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho teve como objeto a análise da responsabilização civil dos assessores de investimentos e instituições intermediárias do sistema de distribuição de valores mobiliários diante de prejuízos sofridos por seus clientes em operações do mercado de capitais. Buscou-se compreender em que medida a regulamentação da CVM estrutura os limites de atuação dos assessores de investimento e como a jurisprudência do STJ tem se posicionado frente a esses litígios, e em quais casos ocorre essa responsabilização.

561 SUPERIOR TRIBUNAL DE JUSTIÇA (STJ). Súmula 7. Revista Eletrônica STJ. São Paulo: STJ, 2005. Disponível em: https://www.stj.jus.br/docs_internet/revista/eletronica/stj-revista-sumulas-2005_1_capSumula7.pdf. Acesso em: 4 out. 2025.

Constatou-se que a atuação das corretoras e dos assessores é marcada por complexas relações jurídicas, caracterizadas pela significativa assimetria informacional dos investidores. Essa assimetria cria um ambiente propício para conflitos de interesse, especialmente quando considerados os modelos de remuneração baseados em comissões, as metas agressivas as quais os profissionais do mercado financeiro ficam sujeitos e a vulnerabilidade dos clientes que não detêm conhecimento técnico suficiente para avaliar criticamente as recomendações que lhes são oferecidas.

Além disso, é importante ressaltar que a jurisprudência brasileira tem adotado critérios diversos na análise da responsabilidade civil desses agentes. Em alguns casos, os tribunais reconheceram a responsabilização das corretoras, notadamente quando se evidenciou falha na atuação dos assessores, como ausência de cumprimento dos deveres de informação e diligência.

Em outros, prevaleceu a compreensão de que não se pode responsabilizar a corretora quando o investidor, tendo sido previamente informado sobre os riscos da operação por seu assessor, optou por assumi-los. Nesse sentido, não há um único fator a ser analisado que enseje a responsabilização da corretora, sendo necessário a análise do contexto fático de cada caso.

Ao analisar as decisões do STJ, pode-se perceber que a linha divisória entre o risco inerente ao investimento e a responsabilidade civil dos intermediários nem sempre se apresenta de forma nítida. Embora seja inegável que a volatilidade e a possibilidade de perdas integram a própria essência do mercado de capitais, não se pode desconsiderar que falhas de conduta, recomendações tendenciosas ou práticas abusivas por parte de corretoras e assessores podem gerar prejuízos que transcendem o risco ordinário assumido pelo investidor. Nessas hipóteses, mostra-se legítima a responsabilização dos agentes intermediários.

Outro aspecto relevante identificado na pesquisa refere-se à necessidade de reforço da educação financeira no Brasil. A assimetria de informações entre profissionais do mercado financeiro

e investidores pessoa física favorece a recomendação de produtos que não atendem as reais necessidades dos clientes, que acabam por assumir riscos que não condizem com seu perfil de investidor.

Nesse contexto, medidas voltadas ao aprimoramento da educação financeira não apenas contribuem para equilibrar a relação entre clientes e intermediários, como também reduzem a judicialização de conflitos, considerando que investidores mais bem informados tendem a compreender com maior clareza os riscos e possibilidades do mercado.

Do ponto de vista regulatório, a análise revelou que a Resolução CVM nº 178/23 buscou a inclusão de medidas que mitigam os potenciais conflitos de interesse e aumentam a transparência. Todavia, os casos analisados demonstram que ainda subsistem desafios significativos, sobretudo em relação ao monitoramento eficaz da conduta dos assessores.

Ante o exposto, no cenário atual, marcado pelo desenvolvimento do mercado financeiro, facilidade de acesso a produtos financeiros e crescimento do número de assessores de investimento no país, o órgão regulador e a jurisprudência buscam equilibrar o desenvolvimento do mercado com a proteção ao investidor.

A instituição intermediária é responsável pelos atos de seu preposto, mas para que haja responsabilização no âmbito judicial, o investidor deve comprovar que houve conduta ilícita, má-fé ou violação de deveres por parte do assessor. A mera ocorrência de prejuízo financeiro não enseja condenação, uma vez que a volatilidade e os riscos são inerentes ao mercado financeiro.

REFERÊNCIAS

BRASIL, BOLSA, BALCÃO (B3). **Pessoas Físicas: Uma Análise da Evolução dos Investidores na B3**, 2024. Disponível em: https://www.b3.com.br/data/files/79/94/4E/9F/52CAF8105391B9F8AC094EA8/Book%20Pessoa%20F%C3%ADsica%20-%201T2024%20(v2).pdf. Acesso em: 04 out. 2025.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça (STJ). **Agravo em Recurso Especial nº 2.742.364 - SP**. Relatora: Ministra Nancy Andrighi. Julgado em 2025. Disponível em: https://processo.stj.jus.br/processo/pesquisa/?termo=2742364&aplicacao=processos.ea&tipoPO. Acesso em: 05 out. 2025.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Recurso Especial n.º 1.813.429 - RS (2019/0132097-8)**. Relatora: Ministra Maria Isabel Gallotti. Brasília, DF, 27 set. 2021. Disponível em: https://processo.stj.jus.br/processo/dj/documento/mediado/?tipo_documento=documento&m_registro=201901320978&data=20210930&formato=PDF. Acesso em: 4 out. 2025.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Recurso Especial n.º 1.853.439 - RS (2019/0373195-6)**. Relatora: Ministra Maria Isabel Gallotti. Brasília, DF, 16 mar. 2020. Disponível em: https://processo.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=MOumento=PDF. Acesso em: 4 out. 2025.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Recurso Especial n.º 1.943.775 - RJ (2021/0179239-2)**. Relator: Ministro João Otávio de Noronha. Brasília, DF, 7 nov. 2022. Disponível em: https://processo.stj.jus.br/processo/pesquisa/?tipoPesquisa=tipoPesea. Acesso em: 6 out. 2025.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Recurso Especial n.º 2.072.979 - SP (2023/0165347-0)**. Relatora: Ministra Maria Isabel Gallotti. Brasília, DF, 11 abr. 2025. Disponível em: https://processo.stj.jus.br/

processo/dj/documento/mediadocumento=documento&num_regDF. Acesso em: 4 out. 2025.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Súmula 7**. Revista Eletrônica STJ. São Paulo: STJ, 2005. Disponível em: https://www.stj.jus.br/docs_internet/revista/eletronica/stj-revista-sumulas-2005_1_capSumula7.pdf. Acesso em: 4 out. 2025.

BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. **Apelação Cível nº 1033442-78.2016.8.26.0001**. Relator: Desembargador Marcondes D'Angelo. São Paulo, 23 jun. 2022. *Diário da Justiça Eletrônico do TJSP*, São Paulo, 2022. Disponível em: https://esaj.tjsp.jus.br. Acesso em: 5 out. 2025.

BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. **Apelação Cível nº 1068095-37.2015.8.26.0100**. Comarca de São Paulo. 2ª Câmara de Direito Privado do Tribunal de Justiça de São Paulo. Relator: Des. José Carlos Ferreira Alves. Julgado em 19 set. 2023. Disponível em: https://www.tjsp.jus.br/Consulsso?numeroProcesso=1068095-37.2015.8.26.0100. Acesso em: 05 out. 2025.

BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. **Apelação Cível nº 1068095-37.2015.8.26.0100**. Relator: José Carlos Ferreira Alves. Julgado em 19 set. 2023. Diário da Justiça Eletrônico, São Paulo, 2023. Acórdão referente aos embargos de declaração.

BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro. **Apelação Cível nº 0273823-59.2016.8.19.0001.** Rio de Janeiro, 2020. p. 3-4. Disponível em: https://www3.tjrj.jus.br/gedcacheweb/default.aspx?UZIP=1&GEDIUSER=. Acesso em: 5 out. 2025.

BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado do Rio Grande do Sul. **Apelação Cível nº 70076370394** (CNJ nº 0002251-54.2018.8.21.7000). Décima Sexta Câmara Cível. Relatora: Des.ª Cláudia Maria Hardt. Julgado em 16 maio de 2019. Porto Alegre. Disponível em: https://consulta.tjrs.

jus.br/consulta-processual/processo/decisoes/acordaos?marca=700. Acesso em: 05 out. 2025.

BORGES, Márcio Cezarini. **Conflitos de Interesse na Relação Investidor-Assessor no Brasil**. 2023. Dissertação (Mestrado em Ciências) – Universidade de São Paulo, Escola Superior de Agricultura "Luiz de Queiroz", Piracicaba, 2023. Disponível em: https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/11/11153/tde-06122023-183053/publico/Marcio_Cezarini_Borges.pdf. Acesso em: 05 out. 2025.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Boletim Econômico n.º 108 | 4º Trimestre 2025**. Rio de Janeiro: CVM, dez. 2025. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/boletins/boletim-economico/2512_cvm_boletim_economico_108.pdf Acesso em: 30 mar. 2026.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Edital da Audiência Pública SDM nº 03/2019**. 1º de jul. 2019. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2019/sdm0319.html. Acesso em: 07 nov. 2025.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Resolução CVM n.º 19, de 25 fev. 2021**. Dispõe sobre a atividade de consultoria de valores mobiliários e revoga a Instrução CVM n.º 592/2017, a Instrução CVM n.º 619/2020 e a Deliberação CVM n.º 783/2017. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol019.html. Acesso em: 4 out. 2025.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Resolução CVM n.º 21, de 25 fev. 2021**. Dispõe sobre o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários e revoga várias normas. Brasília: CVM, 25 fev. 2021. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/001/resol021.pdf. Acesso em: 4 out. 2025.

PRADO, Viviane Muller et al. **Além dos números da CVM: enforcement no mercado de capitais brasileiro**. São Paulo: FGV Direito SP, 2024. Disponível em: https://direitosp.fgv.br/node/8972. Acesso em: 05 out. 2025.

ROCHA, Daniel Favoretto. **Servindo a dois soberanos no mercado de capitais: conflito de interesses e os regimes jurídicos de assessores de investimento**. 2022. Dissertação (Mestrado em Direito) – Escola de Direito de São Paulo, Fundação Getulio Vargas, São Paulo, 2022. Disponível em: https://repositorio.fgv.br/server/api/core/bitstreams/31ca5440-784f-416e-a4bd-59aaff03c5c2/content. Acesso em: 05 out. 2025.

SPACS (COMPANHIAS DE PROPÓSITO ESPECÍFICO DE AQUISIÇÃO): A ANATOMIA JURÍDICO-ECONÔMICA DE UM PRODUTO

SPACS (SPECIAL PURPOSE ACQUISITION COMPANIES): THE LEGAL AND ECONOMIC ANATOMY OF A PRODUCT

Pedro Guilherme Moreira Silva Barbosa (Universidade de São Paulo)[562]

Resumo: O artigo examina as Special Purpose Acquisition Companies (SPACs ou Companhias de Propósito Específico de Aquisição) como resultado de um processo histórico específico, no qual determinados institutos jurídicos foram progressivamente combinados para viabilizar a realização de combinações de negócios futuras. Após reconstruir o percurso regulatório que conduziu das blank check companies ao modelo contemporâneo das SPACs, identifica-se um conjunto de estruturas essenciais cuja consolidação decorreu das funções econômicas que passaram a desempenhar. Com base nesse diagnóstico, adota-se uma abordagem funcional para analisar em que medida o direito brasileiro dispõe de mecanismos aptos a reproduzir essas funções. Conclui-se que, embora inseridos em lógica dogmática diversa, os institutos do ordenamento pátrio permitem a correspondência funcional dos principais eixos econômicos do modelo das SPACs

562 Bacharel em Direito pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Atua na prática de Mercado de Capitais, Societário e M&A. Possui experiência na orientação de estruturas transacionais envolvendo fundos de investimentos e sociedades empresariais, em especial private placements, ofertas públicas de distribuição (iniciais ou subsequentes) de ações, ofertas públicas de dívida (incluindo financiamento de projetos e de aquisições), securitização e M&A. Possui destaque na cobertura de setores de infraestrutura, agronegócio, imobiliário e óleo e gás. Por fim, atua nas mais diversas demandas regulatórias e societárias (incluindo o contencioso administrativo) envolvendo Comissão de Valores Mobiliários (CVM), Banco Central do Brasil (Bacen), B3, ANBIMA, Securities Exchange Comission (SEC), FINRA e outros órgãos reguladores e autorreguladores do mercado financeiro e de capitais.

Palavras-chave: SPAC; direito comercial; CVM; abordagem funcional, mercado de capitais; IPO

Abstract: This article examines Special Purpose Acquisition Companies (SPACs) as the result of a specific historical process in which legal institutions were progressively combined to enable future business combinations. After reconstructing the regulatory path from *blank check companies* to the contemporary SPAC model, the article identifies a set of core structures that consolidated due to the economic functions they came to perform. Based on this framework, a functional approach is adopted to assess whether Brazilian corporate law provides mechanisms capable of reproducing these functions. The analysis concludes that, despite operating within a different doctrinal framework, Brazilian law allows for the functional correspondence of the main economic features of the SPAC model.

Keywords: SPAC; commercial law; CVM; functional approach, capital markets; IPO

Sumário: 1. Introdução. **2.** Panorama histórico e regulatório americano. **3.** A anatomia essencial de uma SPAC. **3.1.** Prazo de duração da SPAC e finalidade. **3.2.** Estrutura de capital. **3.2.1.** Capital inicial e capital pós-IPO. **3.2.2.** Conta escrow. **3.2.3.** Direito de resgate das ações. **3.2.4.** Warrants. **3.3.** Estrutura de administração. **3.4.** Combinação de negócios. **3.5.** Diferenças entre uma SPAC e um fundo de investimento. **4.** Perspectivas legais e regulatórias no Brasil. **4.1.** Prazo de duração da SPAC e finalidade. **4.2.** Estrutura de capital. **4.2.1.** O direito de resgate e as ações preferenciais resgatáveis. **4.2.2.** Bônus de subscrição. **4.2.3.** Conta escrow. **4.3.** Estrutura de administração. **4.4.** Combinação de negócios. **4.5.** Considerações regulatórias específicas. **5.** Considerações finais.

1. INTRODUÇÃO

As *Special Purpose Acquisition Companies* (SPACs), ou Companhias de Propósito Específico de Aquisição, constituem uma forma singular de acesso ao mercado de capitais, caracterizada pela dissociação temporal entre a captação pública de recursos e a definição do ativo empresarial que lhes dará substância econômica. Trata-se de companhias não operacionais, estruturadas com a finalidade de levantar capital por meio de oferta pública inicial e, dentro de um prazo previamente delimitado, utilizá-lo na realização de uma combinação de negócios com uma sociedade operacional ainda não identificada. [563]

A SPAC é uma espécie de *shell company*, o que significa que não possui negócio operacional subjacente e não tem ativos além dos recursos advindos do seu IPO (*Initial Public Offering* ou Oferta Pública Inicial) e de investimentos de liquidez.[564] Por outro lado, a sociedade que venha a ser adquirida por meio da SPAC, a qual será doravante referida como "Sociedade-Alvo", só adquire liquidez e tem seus títulos representativos de participações societárias negociados nos mercados de valores mobiliários após a conclusão de sua aquisição pela SPAC.[565] Desse modo, em uma SPAC bem-sucedida, a Sociedade-Alvo toma, em essência, o seu lugar nos mercados regulamentados de negociação, abrindo seu capital de forma indireta.

Este artigo parte do pressuposto de que as SPACs não são um produto financeiro ocasional ou contingente, mas o resultado de uma construção histórica de institutos jurídicos progressivamente alinhados para produzir um resultado econômico específico. A configuração contemporânea das SPACs decorre da recombinação funcional de mecanismos societários, contratuais e regulatórios

563 BURGHARDT, Benjamin. **SPAC - Special Purpose Acquisition Companies**. Norderstedt: Grin, 2009.

564 NEWMAN, Neal; TRAUTMAN, Lawrence J. Special Purpose Acquisition Companies (SPACs) and the SEC. **University of Pennsylvania Journal of Business Law**, Filadélfia, 15 Agosto 2021. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3905372>. Acesso em 10 de julho de 2022.

565 Ibidem.

— como a segregação patrimonial de recursos, o direito de resgate dos investidores e a compressão temporal do processo de abertura de capital — desenvolvidos em resposta a experiências anteriores de falhas de mercado e abusos observados no contexto das chamadas *blank check companies*

Nessa perspectiva, compreender adequadamente as SPACs exige situá-las no espaço e no tempo em que tais institutos emergiram, foram testados, ajustados e, por vezes, abandonados. A experiência norte-americana revela que esses mecanismos não surgiram de forma simultânea ou coerente desde o início, mas foram progressivamente refinados a partir de um processo de aprendizado regulatório, no qual a proteção do investidor e a viabilidade econômica do modelo se encontraram em constante tensão.

A hipótese central deste artigo é a de que as SPACs não devem ser compreendidas como um desvio ocasional em relação ao modelo tradicional de oferta pública inicial, mas como uma estrutura jurídico-econômica funcionalmente coerente, desenhada para reorganizar riscos, alinhar incentivos e reduzir custos de transação em determinadas circunstâncias de mercado. Sustenta-se, ainda, que a racionalidade subjacente a esse modelo pode ser analisada independentemente de sua origem norte-americana, permitindo a identificação de correspondentes funcionais no direito societário brasileiro.

A partir desse diagnóstico, sustenta-se que a eventual transposição das SPACs ao direito brasileiro não pode ser concebida como um simples transplante normativo ou terminológico. A incorporação acrítica de categorias estrangeiras, dissociada de suas funções econômicas originárias, comporta o risco de deturpar a própria natureza da classe desse investimento, comprometendo os incentivos que lhe conferem racionalidade. Torna-se, assim, indispensável identificar como tais estruturas se articularam historicamente para, somente então, avaliar quais correspondentes no direito pátrio se mostram funcionalmente adequados a desempenhar papéis análogos.

Com base nesse enquadramento, o artigo adota uma abordagem funcional e comparada. Na primeira seção, reconstrói-se o panorama histórico e regulatório que conduziu da experiência das *blank check companies* ao modelo contemporâneo das SPACs, com ênfase nos mecanismos que permitiram alinhar incentivos e mitigar riscos. Na segunda seção, extrai-se dessa trajetória um modelo mínimo de anatomia econômica das SPACs, identificado por meio de suas estruturas essenciais. Por fim, a terceira seção analisa em que medida tais estruturas encontram correspondência no ordenamento jurídico brasileiro, especialmente à luz da Lei das Sociedades por Ações.

O trabalho adota uma abordagem funcional, na qual o exame do direito societário não se orienta por uma descrição autônoma ou exaustiva dos institutos jurídicos, tampouco pela simples sistematização dogmática do texto legal. A literatura especializada e a experiência estrangeira são mobilizadas, inicialmente, para a identificação das funções econômicas centrais associadas ao modelo das SPACs, reconstruídas a partir de seu percurso histórico e regulatório. A partir dessas funções, o direito positivo brasileiro é analisado de forma instrumental, como meio de verificação da aptidão de seus institutos para desempenhar, no plano institucional, efeitos funcionalmente equivalentes.

Nesse contexto, a terceira seção apresenta, de modo analítico, correlações construídas pelo autor a partir da avaliação de como os resultados da literatura e da prática estrangeira melhor se coadunam com determinados institutos do ordenamento jurídico brasileiro, ou de quais mecanismos nacionais se mostram mais adequados à reprodução funcional das estruturas examinadas. Essas correlações não configuram uma abordagem exaustiva, tampouco pretendem oferecer soluções normativas fechadas ou categóricas para os problemas analisados. Trata-se, antes, de um exercício de aplicação funcional orientado pela correlação justificada entre valores econômicos, incentivos e mecanismos jurídicos, com vistas à avaliação da viabilidade, dos limites e das condições institucionais de reprodução dos efeitos econômicos associados ao modelo das SPAC.

2. PANORAMA HISTÓRICO E REGULATÓRIO AMERICANO

A reconstrução histórica desenvolvida nesta seção parte da premissa de que a compreensão das SPACs exige identificar o processo incremental por meio do qual determinados institutos jurídicos foram combinados e ajustados para produzir um resultado econômico específico.[566]

As SPACs são herdeiras diretas das *blank-check companies* que marcaram o mercado de capitais americano durante a década de 1980. As *blank check companies*, nos termos definidos pela *Rule 419* emitida pela SEC (*Securities and Exchange Commission*), são companhias em fase de desenvolvimento que não têm plano de negócios específico próprio ou que tenham indicado que seu plano de negócios é se envolver em uma combinação de negócios com uma ou mais empresas, entidades ou outras pessoas não identificadas, e cujas negociações se deem no mercado de *penny stock*. *Penny stock*, por sua vez, nos termos do §240.3a51-1 do Título 17 do *Code of Federal Regulations*, designa um valor mobiliário que tenha preço transacional inferior a US$ 5,00, excluída qualquer comissão de corretagem.[567]

566 A escolha pela centralidade de fonte nas obras de Daniel S. Riemer e Derek K. Heyman decorre do fato de que ambas operam como marcos fundacionais da análise jurídica das SPACs, sendo recorrentemente utilizadas pela literatura posterior como referência comum para delimitar a transição entre o regime das blank check companies e o modelo contemporâneo de SPACs. Enquanto Riemer oferece a análise mais abrangente e sistemática dos incentivos econômicos e das limitações práticas impostas pela Rule 419, evidenciando o impacto regulatório sobre a viabilidade das combinações de negócios, Heyman reconstrói, sob uma perspectiva institucional, a resposta do regulador e a adaptação estratégica do mercado às restrições então vigentes. A leitura conjunta dessas obras permite compreender não apenas os abusos que conduziram à intervenção regulatória, mas também os motivos pelos quais o desenho das SPACs se consolidou como uma estrutura funcionalmente distinta, embora historicamente enraizada nos instrumentos anteriormente regulados.

567 A literatura especializada reconhece de forma convergente que as SPACs se desenvolvem historicamente a partir das chamadas blank check companies, estruturadas no contexto do mercado de penny stocks. Nesse sentido, ver LAYNE, E. Ramey; HAIGWOOD, K. Stancell. **SPAC regulation — past, present and future**. University of Arkansas at Little Rock Law Review, Little Rock, v. 45, n. 2, p. 233–290, 2022. Disponível em: https://lawrepository.ualr.edu/lawreview/vol45/iss2/4/. Acesso em: 1º de abril de 2026; FORMELLI, Edoardo. **Special Purpose Acquisition Companies (SPACs)**: an overview. Journal of Private Equity, New York, v. 11, n. 3, p. 64–78, 2008.

A emissão pública de *penny stocks*, durante a década de 1980, não era objeto de registro perante a SEC tampouco eles eram negociados em ambiente de bolsa de valores, o que permitia com que estivessem fora do radar do órgão regulador americano e do ambiente de autorregulação das bolsas de valores, tornando-se um mercado fértil para a prática de abusos por parte dos seus operadores.[568]

No fim da década de 1980, fraudes no mercado de *penny stocks* atingiram "proporções epidêmicas",[569] as quais eram facilitadas basicamente por dois fatores: (i) escassez de informações confiáveis sobre *penny stocks*, sem as quais os investidores não poderiam tomar decisões de investimento informadas; cumulado com (ii) um número extraordinário de participantes no mercado de *penny stocks* com histórico de crimes relacionados ao mercado de valores mobiliários.

Disponível em: https://www.pm-research.com/content/iijpe/11/3. Acesso em: 1º de abril de 2026.

568 HEYMAN, Derek K. From Blank Check to SPAC: the Regulator's Response to the Market, and the Market's Response to the Regulation. **Entrepreneurial Business Law Journal**, Columbus, 2, 2007. 531-552. Sobre o tema afirma Heyman (*Op. cit.*, p. 535) que "Penny stocks were not registered or approved for registration and were not traded on a national securities exchange. Therefore, they were not subject to regulation prior to the Act. Falling below the SEC's radar and even that of state regulators, they were easily used to manipulate the expectations of unwary individual investors. There were many schemes in which, for instance, broker-dealers operating in a "boiler room" environment, would cold-call potential investors, sell them stocks at inflated prices, and profit from the difference between the mark-up and the actual trading price. In typical legitimate brokerdealer activity, by contrast, the profit comes from a commission". O diagnóstico institucional acerca da associação entre o mercado de penny stocks, assimetria informacional e recorrência de práticas fraudulentas está expressamente documentado na experiência regulatória da Securities and Exchange Commission e nos achados legislativos que fundamentaram o Penny Stock Reform Act of 1990. Cf. Disponível em: https://www.govinfo.gov/content/pkg/STATUTE-104/pdf/STATUTE-104-Pg931.pdf. Acesso em: 1º de abril 2026.; ESTADOS UNIDOS. Senate. Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs. Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act of 1990: report to accompany S.647. Washington, D.C.: U.S. Government Printing Office, 1990. (Senate Report n. 101-337). Disponível em: https://www.congress.gov/bill/101st-congress/senate-bill/647. Acesso em: 1º de abril de 2026.; LOCHNER JR., Philip R. The SEC's new powers under the Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act of 1990. Washington, D.C.: Securities and Exchange Commission, 1990. Disponível em: https://www.sec.gov/news/speech/1990/100490lochner.pdf. Acesso em: 1º de abril de 2026.

569 RIEMER, Daniel S. Special Purpose Acquisition Companies: SPAC and Span, or Blank Check Redux. **Washington University Law Review**, St. Louis, 85, 2007. p. 936.

Por consequência, esse mercado se tornou propício à emergência de veículos de investimento pouco ortodoxos, como vieram a ser os casos de certas ofertas fraudulentas realizadas no nicho de *blank check companies*.

Certas ofertas de *blank check companies* eram conduzidas por um sindicato de corretoras e clientes que, em conluio, exerciam controle sobre as negociações de seu mercado secundário, sendo que os preços eram facilmente manipulados de modo a atrair investidores. Uma vez anunciada, pela *blank check company*, a aquisição de determinado empreendimento, observava-se a atuação de agentes distribuidores de seus títulos no fomento de um ambiente de intenso entusiasmo especulativo em torno das ações emitidas, as quais passavam a ser prontamente absorvidas por investidores enviesados. No entanto, esse mercado era de baixíssima liquidez, o que fazia com que os novos acionistas, ao tentarem liquidar seus investimentos, se deparassem com a ausência de investidores dispostos a comprá-las.[570]

Normalmante o lucro de patrocinadores das ofertas de *blank check companies* (*sponsors*), os quais, de modo geral, compunham a administração da companhia, advinha da conversão de *warrants* que previam preços de exercício bastante inferiores ao preço de emissão das ações. Bloomenthal Wolff[571] descreve a atuação dos *sponsors* de seguinte maneira: "A equipe de gestão exerceria seus *warrants* em conjunto com a suposta fusão ou aquisição de uma empresa privada, na esperança de que o mercado reagisse favoravelmente a tal anúncio. Assim que o preço das ações disparasse, a equipe de gestão lucraria vendendo suas ações".[572]

As ofertas de *blank check companies* tornaram-se cada vez mais prevalentes com o passar da década de 1980, ao ponto que, no início dos anos 1990, cerca de vinte por cento das ofertas acionárias americanas

570 HEYMAN, Derek K. *Op. cit.*

571 Wolff, Bloomenthal apud RIEMER, Daniel S. *Op. cit.* p. 936.

572 No original: "The management team would exercise its warrants in conjunction with the supposed merger with, or acquisition of, a private company in hopes that the market would respond favorably to such an announcement. Once the stock price jumped, the management team profited by dumping its shares".

envolviam *blank check companies*. A sua típica oferta leonina envolvia basicamente a manipulação do preço de mercado dos títulos de sua emissão para o benefício dos patrocinadores.

Um caso ilustrativo e paradigmático diz respeito à companhia Onnix Financial, fundada pelos patrocinadores Arnold "Charlie" Kimmes e Michael Wright, que, durante os anos 1980, constituíram cerca de setenta *blank check companies* negociadas no mercado de *penny stocks*. O IPO da Onnix se deu com a emissão de um milhão, duzentos e cinquenta mil *units* precificados a vinte centavos de dólar cada. Os *units* ofertados eram compostos por dez ações ordinárias e por quarenta bônus de subscrição e foram distribuídos junto a investidores localizados em todo os Estados Unidos e em mais seis países.[573]

Embora, à primeira vista, o IPO da Onnix tenha sido um completo sucesso, no decorrer de suas atividades, determinados movimentos negociais foram reputados como suspeitos pelas autoridades reguladoras. Em 1986, a Onnix declarou o desmembramento de seus títulos de participação societária na proporção de 2:1, resultando em vinte e cinco milhões de ações e em cem milhões de bônus de subscrição. Posteriormente a essa operação, os titulares de *units* exerceram todos os seus bônus de subscrição, vendendo todas as suas ações a um único investidor institucional, qual seja a Blinder, Robinson & Company, uma corretora de títulos mobiliários, que, por sua vez, revendeu-os a investidores de varejo.[574]

A SEC, no curso de sua investigação descobriu que os membros do corpo administrativo da Onnix, assim como os próprios acionistas, eram indicados pelos *sponsors*, sendo que os subscritores das *units*, no âmbito do IPO, eram agentes dos *sponsors* e utilizaram os seus fundos para efetuar as subscrições. Pôde-se observar que, após a subscrição das *units*, essas ainda foram depositadas em contas de custódia controladas pelos *sponsors*. Em suma, Kimmes e Wright eram

573 *Ibidem*.
574 *Ibidem*.

os efetivos donos da Onnix tanto antes quanto depois de sua oferta pública inicial.[575]

Os *sponsors* teriam acordado com a Blinder, Robinson & Company em fornecer à corretora os títulos de emissão da Onnix, em troca do ressarcimento das despesas incorridas pelos *sponsors* no âmbito do IPO, acrescido de cinquenta por cento de lucro obtido com a venda junto aos investidores de varejo. Os corretores varejistas consorciados à Blinder, Robinson & Company venderam as ações de emissão da Onnix por uma margem de lucro arbitrada entre 30% e 112,5% em relação ao preço de emissão ou de exercício, conforme o caso. Para tanto foram usados *boiler rooms*, ou seja, espaços operacionais, tais como *call centers*, em que "os vendedores aplicavam táticas de venda de alta pressão para persuadir os investidores a comprar títulos, incluindo títulos especulativos e fraudulentos",[576] de tal sorte que, em dois dias, a corretora vendeu todas a ações da Onnix e ainda mais quarenta e duas mil ações fantasmas.[577]

Casos como esse fizeram com que a SEC reconhecesse a tendência de ofertas relacionadas a *blank check companies* serem utilizadas como mecanismo de fraude, em especial no mercado de *penny stock*.[578] Desse modo, uma cooperação histórica começou a se delinear entre a SEC, associações representativas dos agentes de mercado de capitais e o

575 *Ibidem*.

576 CHEN, James. Boiler Room. **Investopedia**, 2021. Disponível em: <https://www.investopedia.com/terms/b/boilerroom.asp>. Acesso em: 09 de outubro de 2021.

577 RIEMER, Daniel S. *Op. cit.* p. 940. *"The SEC filed charges against various individuals involved in the Onnix scheme for the 'sale of unregistered securities', failure to maintain proper books and records, engaging in a scheme to defraud, unreasonable markups, churning, unauthorized trading, and failure to supervise employees. Meyer Blinder, CEO of Blinder, Robinson, served forty months of a forty-six-month sentence, was fined $100,000, and was suspended for life from the securities industry. Kimmes and Wright both pled guilty to charges of racketeering and securities fraud violations and testified against Blinder in exchange for government leniency"* (RIEMER, *Op. cit.*, p. 940). Conforme aponta Heyman (*Op. cit.*, p. 537), *"[...] the environment was changed through regulating the penny stock market generally, for instance, through requiring an automated listing system to replace or at least supplement the unregulated "pink sheets" that were investors' only source of information, and by regulating blank check offerings specifically. As to the former, the law requires that an automated quotation system be set up for the trading of penny stocks, removing them from the realm of easily manipulated pink sheet listings".*

578 *Ibidem*.

próprio Congresso americano na tentava de introduzir um corretivo legal, cuja realização se deu através do *Penny Stock Act*.

O *Penny Stock Act* retirou o mercado de *penny stocks* da zona de baixa visibilidade regulatória ao estabelecer regras específicas para a negociação desses valores mobiliários e ao introduzir, no *Exchange Act*, uma definição legal de *penny stock*. A norma passou a caracterizar como penny stocks os títulos de participação societária que não preenchessem determinados requisitos de listagem, negociação em sistemas automatizados, capitalização, liquidez ou enquadramento em exceções expressamente definidas, delegando à SEC competência para especificar e ajustar esses critérios por meio de regulamentação infralegal.

A SEC, no curso da competência a ela delegada, emitiu o §240.3a51-1 do Título 17 do *Code of Federal Regulations*, designando que seria reputado como *penny stock*, dentre outros critérios, um valor mobiliário que tenha preço transacional inferior a cinco dólares americanos, excluída qualquer comissão de corretagem. Ainda dispôs que não seria reputado como *penny stock*, os títulos emitidos por emissores que possuam ativos tangíveis líquidos superiores a dois milhões de dólares (se o emissor estiver em operação contínua por pelo menos três anos) ou cinco milhões de dólares (se o emissor estiver em operação contínua por menos de três anos).

O *Penny Stock Act* também promoveu mudanças profundas na *Section 7* do *Securities Act*. As alterações partiam do pressuposto de que, apesar de as ofertas de *blank check companies* possuírem um histórico relacionado a fraudes, não se pode olvidar que usos adequados de sua estrutura ocorriam e deveriam ser incentivados.[579] O regramento a elas concernentes, portanto, deveria garantir condições mínimas de segurança para que suas operações não fossem desvirtuadas em prejuízo dos investidores. Dessa forma, foi adicionado o item (b) à *Section 7* do *Securities Act*, por meio do qual foi definido formalmente que seria reputada como *blank check company* qualquer companhia

579 RIEMER, Daniel S. *Op. cit.* p. 940.

em estágio de desenvolvimento que emita *penny stock* e que não tenha plano de negócios definido ou que tenha indicado que o seu plano de negócios consiste em combinar-se com uma ou mais sociedades não identificadas.

Assim sendo, o *Penny Stock Act* buscou apontar os princípios que salvaguardariam o uso de *blank check companies* de acordo com a sua potencialidade. Isto é feito por meio do item (b)(1) adicionado à *Section 7* do Securities Act, segundo o qual, em nome da proteção do interesse público e dos investidores, a SEC poderia editar regras que (i) requeiram que os emissores procedam ao *disclosure* de (i.i) informações sobre a empresa a ser adquirida e a aplicação específica dos recursos da oferta, ou (i.ii) informações adicionais necessárias para evitar que tal declaração seja enganosa; (ii) imponham limitações ao uso de tais receitas e à distribuição de valores mobiliários por tal emitente até que as divulgações exigidas no item "i" tenham sido feitas; e (iii) forneçam direito de retirada aos acionistas no caso de não concordância com a aquisição da Sociedade-Alvo.[580]

A SEC, então, editou a *Rule 419* a qual estabeleceu um regime bastante restrito de controle dos recursos levantados por meio do IPO de uma *blank check* company, assim como elencou direitos dos acionistas a serem observados pela companhia e assentou um prazo para o atingimento de seu propósito constitutivo.

Passou-se a exigir que, ao menos, 90% dos valores líquidos obtidos no IPO fossem depositados em conta vinculada em benefício dos investidores, permanecendo indisponíveis até a aprovação da

580 O item b (1) da *Section 7* do *Securities Act* dispõe no original que:
"The Commission shall prescribe special rules with respect to registration statements filed by any issuer that is a blank check company. Such rules may, as the Commission determines necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors
(A) require such issuers to provide timely disclosure, prior to or after such statement becomes effective under section 8, of (i) information regarding the company to be acquired and the specific application of the proceeds of the offering, or (ii) additional information necessary to prevent such statement from being misleading; (B) place limitations on the use of such proceeds and the distribution of securities by such issuer until the disclosures required under subparagraph (A) have been made; and
(C) provide a right of rescission to shareholders of such securities".

combinação de negócios. Esse regime compreendia, ainda, a custódia dos valores mobiliários emitidos pela companhia e severas restrições à movimentação dos recursos, bem como a obrigação de divulgação progressiva de informações financeiras da companhia e da Sociedade-Alvo por meio de *post-effective amendments*. A *Rule 419* determinava que todos os valores mobiliários emitidos em uma oferta de *blank check company* fossem depositados em *escrow*, juntamente com os recursos financeiros captados. Assim sendo, os títulos permaneciam retidos por um agente custodiante, não eram entregues aos investidores até o cumprimento das condições regulatórias e, sem entrega nem disponibilidade dos títulos, não havia possibilidade jurídica de negociação.

Aos investidores também era assegurado direito de retirada em prazo determinado após a divulgação dos termos da operação de combinação de negócios, bem como a liquidação compulsória da companhia caso a combinação não fosse concluída de um dado prazo máximo estabelecido.[581]

No entanto, conforme observa Riemer, as restrições impostas pela *Rule 419* acabaram por comprometer a própria viabilidade das combinações de negócios, na medida em que o direito de retirada conferido aos investidores impedia a administração de conhecer, com antecedência, o volume efetivo de capital disponível. A incerteza quanto aos recursos à disposição da companhia dificultava significativamente a negociação com potenciais Sociedades-Alvo, tornando o modelo economicamente disfuncional.[582]

581 UNITED STATES. Securities and Exchange Commission. **17 CFR §230.419 – Offerings by blank check companies.** Washington, D.C., 1992. Disponível em: <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/230.419>. Acesso em: 02 de abril de 2026.

582 RIEMER, Daniel S. *Op. cit.* p. 943. A avaliação crítica acerca do impacto econômico da Rule 419 não constitui posição isolada. Estudos posteriores convergem no sentido de que a rigidez do regime, embora eficiente para a contenção de fraudes, comprometeu de forma significativa a viabilidade prática das combinações de negócios. Cf. RIEMER. *Op. cit*; WILKINSON, Seffie. A Spic-and-Span SPAC: Modifying the SEC's New Regulatory Regime. **Journal of Corporation Law**, Iowa City, v. 49, n. 5, p. 1241–1262, 2024. Disponível em: https://jcl.law.uiowa.edu/sites/jcl.law.uiowa.edu/files/2024-09/Wilkinson_Final.pdf. Acesso em: 02 de abril de 2026.

Foi em meados da década de 1990 que a economia americana começou a revisitar a necessidade de permitir às pequenas empresas a possibilidade de se financiarem pelo mercado de capitais.[583] Nessa seara, David Nussbaum, chefe da correta GKN Securities Corporation, buscou harmonizar as novas pressões de mercado com o ambiente regulatório advindo da *Rule 419*. A partir dessa premissa, buscou desenhar um híbrido entre a finalidade de uma *blank check company* e o escape das amarras estabelecidas na regulamentação a ela atinente.[584]

O caminho buscado para que a *Rule 419* não se aplicasse a esses negócios foi adentrar nas exceções qualificantes de uma emissão de *penny stock*, nos termos estabelecidos pelo §240.3a51-1 do Título 17 do *Code of Federal Regulations*, já que a definição regulamentar proposta pela SEC em relação à definição das *blank check companies* incluía cumulativamente a sua capitalização via emissão de *penny stocks*. Desse modo, a exceção encontrada foi garantir que os recursos líquidos levantados pela companhia fossem maiores que cinco milhões de dólares.[585] Assim surgiram as SPACs, as quais, valendo-se dessa exceção à definição de *penny stocks*, foram desenhadas de modo a evitar certas limitações da *Rule 419*.

Todavia, era grande o estigma junto aos investidores com relação ao nome e às práticas que as *blank check companies* empreenderam na década imediatamente anterior. A intenção, portanto, de desenvolvedores das SPACs era de permitir o reaproveitamento de uma estrutura, desvencilhando-se, por um lado, das amarras regulatórias que atravancavam o desenvolvimento de seu negócio, mas, por outro

583 A leitura das SPACs como produto de adaptação institucional do mercado às limitações do regime das *blank check companies* é amplamente compartilhada pela literatura posterior, inclusive por autores críticos do modelo, que partem do mesmo diagnóstico histórico-regulatório. Cf. COATES, John C. **SPAC law and myths.** Business Lawyer, Chicago, v. 78, n. 2, p. 371–451, 2023. Disponível em: https://www.americanbar.org/groups/business_law/resources/business-lawyer/2023-spring/spac-law-myths/. Acesso em: 5 de abril de 2026; WOODY, Karen; KURGANOVA, Lidia. **The SEC's SPAC solution.** Emory Law Journal Online, Atlanta, v. 73, p. 1–46, 2023. Disponível em: https://scholarlycommons.law.emory.edu/elj-online/46/. Acesso em: 5 de abril de 2026.

584 Ibidem.

585 Ibidem.

lado, não se vinculando à sua mácula reputacional. A saída encontrada foi a submissão voluntária das SPACs às práticas preceituadas pela *Rule 419*, efetuando ajustes naqueles pontos em que, sob a perspectiva prática, não eram operacionalmente adequados. É por essas razões que Heyman afirma que a SPAC "is a structure which hews to the regulation even while being technically exempt".[586]

Em substituição ao *escrow* regulatório, passaram a ser utilizadas *escrow accounts* fiduciárias, destinadas à custódia da maior parte (e não a parte substancial) dos recursos captados, mas sem impedir a negociação dos títulos no mercado secundário; ao invés da reconfirmação *ex post* imposta pela Rule 419, instituiu-se o direito de resgate (*redemption right*) conferido aos acionistas no momento da deliberação sobre a combinação de negócios; e, em lugar da liquidação automática determinada pelo regulador, estabeleceu-se prazo estatutário certo para a realização da aquisição, cuja inobservância ensejaria a dissolução voluntária do veículo e a restituição do capital investido. Ademais, a clara separação entre patrocinadores (*sponsors*) e investidores públicos — com aportes iniciais próprios sujeitos ao risco de perda — representou um distanciamento relevante em relação às práticas oportunistas historicamente associadas às *blank check companies* dos anos 1980. Esse arranjo permitiu preservar a finalidade econômica do veículo de aquisição, ao mesmo tempo em que neutralizou, por via negocial, os riscos que justificaram o endurecimento regulatório da Rule 419, marcando a distinção funcional e jurídica entre as SPACs e as *blank check companies* tradicionais.[587]

586 HEYMAN, Derek K. *Op. cit.* p. 540. A caracterização das SPACs como estruturas funcionalmente aderentes à lógica regulatória, embora formalmente isentas de determinados enquadramentos, consolidou-se como formulação clássica na literatura jurídica, sendo reiterada por estudos posteriores que tomam RIEMER e HEYMAN como referências inaugurais do debate. Cf. DIMITROVA, Lora; FONG, Margaret. Special Purpose Acquisition Companies. In: CUMMING, Douglas J.; HAMMER, Benjamin (ed.). **The Palgrave Encyclopedia of Private Equity.** Cham: Palgrave Macmillan, 2023. p. 1–7. Disponível em: https://link.springer.com/referenceworkentry/10.1007/978-3-030-38738-9_181-1. Acesso em: 03 de abril de 2026.

587 FINANCIAL INDUSTRY REGULATORY AUTHORITY (FINRA). **Regulatory Notice 08-54**: Guidance on Special Purpose Acquisition Companies**.** Washington, D.C.: FINRA,

3. A ANATOMIA ESSENCIAL DE UMA SPAC

Conforme demonstrado na seção precedente, a emergência das SPACs está diretamente associada à tentativa de reconfigurar, de maneira funcionalmente eficaz, os instrumentos jurídicos empregados pelas *blank check companies*, à luz das falhas econômicas identificadas pela experiência regulatória norte-americana. A presente seção parte dessa reconstrução histórica para sistematizar os elementos que, ao longo desse processo, se mostraram indispensáveis à operacionalidade do modelo. A análise das estruturas essenciais da SPAC, portanto, não se orienta por um critério meramente descritivo, mas pela identificação das funções econômicas que essas estruturas passaram a desempenhar na mitigação de assimetrias informacionais, na disciplina dos patrocinadores e na preservação da viabilidade da combinação de negócios. É a partir desse modelo funcional mínimo que se procederá, na sequência, à análise de seus correspondentes no direito brasileiro.

3.1 PRAZO DE DURAÇÃO DA SPAC E FINALIDADE

As SPACs possuem prazo de duração limitado a, normalmente, 2 (dois) anos contados da abertura de seu capital. Dentro desse período, a administração da SPAC possui como objetivo a busca de uma oportunidade de combinação de negócios. Caso uma Sociedade-Alvo não seja identificada neste período e/ou caso não se encontre aprovação entre os investidores para consecução da combinação de negócios, a SPAC será liquidada, sendo distribuídos os valores depositados na conta *escrow* aos acionistas proporcionalmente à sua participação no capital social da SPAC. Por outro lado, caso a combinação de negócios

13 out. 2008. Disponível em: <https://www.finra.org/rules-guidance/notices/08-54>. Acesso em: 03 de abril de 2026.

seja realizada, a SPAC continuará como uma companhia aberta, desta vez sob as atividades da incorporada.[588]

3.2 ESTRUTURA DE CAPITAL

3.2.1 CAPITAL INICIAL E CAPITAL PÓS-IPO

As SPACs são constituídas por iniciativa de *sponsors*, patrocinadores normalmente advindos de grandes gestoras de investimento com experiência prévia em mercado financeiro. Os *sponsors* aportam capital inicial no ato de constituição das SPACs, de tal sorte que o cálculo da porcentagem de ações de titularidade dos *sponsors* leva em consideração que, após a realização da oferta inicial de ações ou *units*, a sua participação no capital social da SPAC deverá ser de cerca de vinte por cento.[589] Isso importa em *skin in the game* dos *sponsors*.

3.2.2 CONTA ESCROW

Como aponta Nilson,[590] as SPACs podem ser encaradas, sob um ponto de vista inicial, como um investimento de risco uma vez que a ausência de atividade economicamente operacional em seu objeto social impede que o mercado possa analisar, em concretude, o andamento financeiro tanto da companhia quanto do seu setor de atuação. O principal mecanismo de mitigação desse risco é o depósito de cerca de 80% dos valores captados por meio do IPO em uma conta *escrow*. Os valores restantes oriundos tanto do aporte inicial de capital pelos *sponsors* quanto do aporte posteriormente efetuado

588 NILSSON, Gül Okutan. **Incentive Structure of Special Purpose Acquisition Companies**. **European Business Organization Law Review**, 2018. Disponível em: <https://doi.org/10.1007/s40804-018-0105-7>. Acesso em: 10 de Julho de 2022. p. 4.

589 *Ibidem*.

590 *Ibidem*.

pelos investidores é utilizado para o custeio das atividades diárias da Companhia visando à consecução da combinação de negócios.[591]

Os valores depositados em *escrow* são investidos em títulos de liquidez diária e somente podem ser liberados à SPAC para fins de subvenção da aquisição da Sociedade-Alvo ou, se for o caso, para custeio do direito de resgate das ações pelos acionistas. Por fim, os fundos depositados na conta *escrow* servem para reembolsar o investimento realizado pelos acionistas em caso de dissolução da SPAC.

Tendo em vista que, enquanto não houver uma combinação de negócios, o patrimônio da SPAC basicamente se compõe dos valores depositados na conta *escrow* e de seus rendimentos, é esperado que as ações da SPAC sejam cotadas por um valor justo de mercado que reflita os montantes depositados.[592]

3.2.3 DIREITO DE RESGATE DAS AÇÕES

O segundo mecanismo de mitigação do risco de investimento em SPACs consiste na conferência aos acionistas de um direito de resgate das ações de sua titularidade em caso de não concordância com a combinação de negócios almejada pela administração da SPAC. Normalmente, o direito de resgate é conferido quando a combinação de negócios com a Sociedade-Alvo é submetida a escrutínio da assembleia de acionistas seja pelo próprio regramento estatutário da SPAC, seja por determinação legal ou dos seguimentos de listagem em bolsa de valores.

Alternativamente à submissão da combinação de negócios à votação da assembleia geral de acionistas, com a consequente contrapartida do direito de resgate das ações, a literatura internacional tem apontado a possibilidade de os acionistas recuperarem seus

591 Nilson (*Op. cit.*, p. 5) aponta ainda que os intermediários das ofertas de captação de recursos normalmente ainda acordam em diferir o pagamento de suas comissões de estruturação e distribuição dos títulos de emissão da SPAC para o momento posterior à combinação de negócios de modo a permitir que uma maior fatia dos valores captados por meio do IPO possa ser destinada à conta *escrow*.

592 *Ibidem*.

investimentos por meio de oferta pública voluntária de aquisição das ações a ser realizada pela SPAC quando da identificação da Sociedade-Alvo.[593]

Em ambos os casos, os investidores encontram uma oportunidade de resgatarem seus investimentos e acessarem os fundos depositados na conta *escrow* em caso de não confiarem na estratégia de combinação de negócios apostada pela administração da SPAC. Por outro lado, a companhia deve levar em consideração o risco de que o exercício do direito de resgate e/ou da adesão excessiva de acionistas à oferta pública de aquisição pode levar a um desconto significativo dos valores depositados na conta *escrow,* inviabilizando a combinação de negócios. De toda sorte, tal risco pode ser mitigado, uma vez que a companhia pode buscar recursos para capitalização do projeto por meio de emissão de mais títulos a mercado ou mesmo pelo financiamento de tal aquisição através de endividamento (*leveraged buyout*).[594]

3.2.4 WARRANTS

De modo a incrementar o interesse do mercado em investir na capitalização da SPAC, normalmente são ofertados, conjuntamente com as ações, valores mobiliários que confiram aos adquirentes a opção de aquisição de ações adicionais (ou frações de ações adicionais) de emissão da SPAC por um preço previamente estabelecido (*warrants*).[595] Tais títulos normalmente são agrupados com as ações em forma de *units,* mas podem ser negociados, após a conclusão da oferta, separadamente. Ademais, o direito de aquisição das ações adicionais decorrente da titularidade dos *warrants* usualmente é condicionado à realização da combinação de negócios pela SPAC.

593 *Ibidem*. p. 6.
594 *Ibidem*.
595 *Ibidem*. p. 8.

Nilsson observa que a negociabilidade separada dos bônus de subscrição permite ao investidor modular seu perfil de risco, dissociando a preservação do capital inicialmente investido da exposição ao potencial de valorização futura. Enquanto as ações tendem a refletir o valor dos recursos depositados na *trust account* até a conclusão da combinação de negócios, os warrants concentram a opcionalidade associada ao sucesso da operação, permitindo que o investidor preserve o valor principal e, simultaneamente, participe de eventuais ganhos.[596]

3.3 ESTRUTURA DE ADMINISTRAÇÃO

Enquanto a combinação de negócios não for completamente implementada pela SPAC, a sua administração é exercida diretamente pelos *sponsors* ou por administradores por ele indicados. Nilsson aponta que, como o prazo de duração de uma SPAC é bastante curto, o risco de a administração ser substituída por iniciativa dos seus investidores é bastante baixo.[597] Ademais, os administradores da SPAC não são, normalmente, remunerados pelos serviços prestados. A sua rentabilidade advém do ganho de capital obtido pela valorização das ações de emissão da SPAC e de sua titularidade. Isso se torna possível, pois o valor de investimento inicial dos *sponsors* é consideravelmente menor do que aquele realizado pelos demais investidores que adentraram na estrutura societária da SPAC após o seu IPO, de tal sorte que o capital investido dos últimos é diluído em favor dos administradores. Tal rentabilidade também é exponenciada mediante a aquisição de *warrants* pelos *sponsors*.

596 Ibidem.
597 Ibidem.

3.4 COMBINAÇÃO DE NEGÓCIOS

Como já abordado, as SPACs constituem veículos de combinação de negócios, ou seja, elas configuram como um meio alternativo através do qual empresas que encontram dificuldade em acessar o mercado de capitais por meio de uma oferta pública inicial e/ou subsequente de ações podem alcançar a poupança popular através de uma operação de combinação de negócios com uma companhia aberta estabelecida única e exclusivamente para tais fins.

A literatura especializada adota a expressão "combinação de negócios" para refletir a ampla acepção do termo anglo-saxão *mergers and acquisitions,* que não se limita a operações societárias típicas, mas abrange um conjunto heterogêneo de estruturas jurídicas. Como observa Sérgio Brotel, o elemento definidor dessas operações não é o instrumento jurídico empregado, mas a sua finalidade econômica, consistente na implementação de estratégias de crescimento externo ou compartilhado.[598]

No caso das SPACs, a estruturas a serem adotadas podem variar em certo grau de acordo com o ordenamento jurídico de cada país. No entanto, o objetivo final acaba sendo transformar uma empresa de capital fechado em pública por meio de uma operação de combinação de negócios com um veículo de aquisição que já possua capital social aberto.

Nos Estados Unidos, essa operação se dá sobretudo por uma *reverse merger*. Ademais, de modo preliminar, cabe ressaltar que, sob o ponto de vista técnico, o instituto de direito americano supramencionado dialoga muito mais com a figura da incorporação de sociedade ou da incorporação de ações do direito brasileiro, estruturas as quais serão analisadas em maior detalhe na terceira seção deste trabalho.

A literatura estrangeira aponta que uma *reverse merger* comparativamente à opção por um IPO traz algumas vantagens às

598 BROTEL, Sérgio. **Fusões e Aquisições.** 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2017. p. 23.

Sociedades-Alvo. A primeira delas seria o menor custo para consecução da operação. Isso se dá, sobretudo, pelo fato de o IPO incluir altos custos de comissão pagas às instituições intermediárias contratadas para distribuição da oferta, os quais não se aplicariam no processo de combinação de negócios.[599]

A segunda vantagem atribuída seria que, comparativamente a um IPO, uma combinação de negócios se processaria de forma mais célere. Normalmente, a reunião de informações operacionais das companhias que são objeto de registro perante as autoridades reguladoras, a preparação da documentação de oferta e o tempo de processamento perante o regulador dos documentos submetidos para fins de conceção do registro são longos, sem contar o próprio processamento da oferta perante investidores. De forma diversa, as operações de combinação de negócios envolvem menos agentes, quais sejam a administração da SPAC e os sócios controladores da Sociedade-Alvo, e mesmo quando a operação é submetida à deliberação de acionistas, o tempo entre o estabelecimento dos termos negociais e a conclusão da operação costuma ser significativamente menor. Ademais, as informações necessárias ao *disclosure* da Sociedade-Alvo são normalmente processadas de forma mais célere pelos órgãos reguladores do que quando oferecidas no âmbito de um registro inicial de companhia aberta.[600]

A terceira vantagem apontada está na relativa independência da operação de combinação de negócios em relação à volatilidade do mercado de IPOs.[601] É cediço o entendimento de que o mercado de ofertas públicas de ações é consideravelmente sensível às pressões de ordem macroeconômica, de modo que o apetite dos investidores pelos títulos de renda variável oscila de forma considerável de acordo com as métricas econômicas do momento. Nesse sentido, para empresas que não possuam reputação consolidada perante o mercado, apostar em

599 FELDMAN, David N. **Reverse mergers: and other alternatives to traditional IPOs**. 2. ed. Nova Iorque: Blooberg Press, 2009. p. 29.

600 Ibidem.

601 Ibidem.

capitalizações públicas diretas pode trazer maior risco de insucesso financeiro, de tal sorte que a opção por uma combinação de negócios com uma empresa já aberta e com uma reserva de capital já aportada pode se tornar mais atrativa.

A quarta vantagem apontada está na diminuição do risco de diluição dos acionistas em contexto de realização de capitalização da Sociedade-Alvo. Em uma oferta tradicional, a literatura estrangeira aponta a tendência de realização de captações em volumes financeiros superiores às necessidades momentâneas de caixa da companhia em função da própria volatilidade do mercado acionário. Ou seja, parte-se do princípio de que se deve aproveitar a janela de oportunidade para captação de recursos antes que o panorama dos investidores se altere rapidamente. Uma das possíveis consequências de captações excessivas é a submissão da base acionária a uma diluição além da necessária para fazer frente ao curso de negócios da companhia. No contexto de uma *reverse merger*, por outro lado, caso se faça necessária a captação de recursos adicionais para conclusão da operação, pode-se optar, por exemplo, por um aumento de capital privado, cujas colocações tendem a se restringir ao montante necessário à consecução do negócio. Por consequência, mitiga-se o risco de diluição demasiada da base acionária da SPAC.[602]

Entretanto, apesar de a estrutura de uma *reverse merger* conter possíveis vantagens em relação à de um IPO, a opção pela captação pública direta de recursos pela Sociedade-Alvo no mercado pode ainda parecer atrativa quando olhado pelo seguinte paradigma: se por um lado, os recursos obtidos via *reverse merger* permitem uma maior precisão na mitigação do risco de diluição do quadro acionário, por outro lado, a disponibilidade de recursos também se torna mais escassa comparativamente à da opção de uma captação pública. Isso se deve ao fato de que a ausência de instituições intermediárias faz com que o suporte do mercado seja menos eficiente que aquele constatado em um IPO, já que uma *reverse merger* não conta com os esforços de

602 *Ibidem*. p. 33

marketing e/ou o fácil acesso ao portfólio de clientes que, por exemplo, um banco de investimentos teria.[603]

3.5 DIFERENÇAS ENTRE UMA SPAC E UM FUNDO DE INVESTIMENTO

Importante diferenciação merece ser feita em relação ao funcionamento das SPACs e o dos fundos de investimento. A uma primeira vista, o apelo público para congregação de recursos com o fim de investir em outras sociedades lembra o funcionamento de um fundo de investimento. Ambos são, de certa forma, veículos de investimento coletivo. No entanto, os fundos de investimento estão ancorados sobre um princípio de repartição de riscos.[604]

Por esse princípio, o fundo de investimento busca minorar os riscos de investimento tanto pela pluralidade de investidores quanto pela pluralidade de ativos, estes, em conjunto, formando uma carteira.

Muito embora ambos os veículos de investimento se aparentem no aspecto do apelo ao público investidor, a SPAC não se ancora na tentativa necessariamente de diluir o risco de insucesso no investimento em participações societárias diversas. Pelo contrário, busca-se fazer-se de casca para que, após a conclusão da combinação de negócios, a investida passe a ser parâmetro de acesso ao mercado de capitais.

Uma segunda diferenciação também pode ser desdobrada da noção de sucessão societária acima exposta. Em outras palavras, as estruturas das combinações de negócios são ancoradas no pressuposto de que ambas as entidades legais participantes podem realizar a operação societária elencada para a combinação de negócios.

Se é verdade que uma mera compra e venda de ações, por exemplo, pode ser realizada por fundos de investimentos, o mesmo não se pode dizer de institutos como a fusão e a incorporação. Isso se deve

603 *Ibidem*.

604 PAVIA, Eduardo Cherez. **Fundos de Investimento: Estrutura Jurídica e Agentes de Mercado como Proteção do Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2016.

ao fato de que essas operações, por implicarem em sucessão societária, somente podem se dar mediante transferências patrimoniais entre pessoas jurídicas. Atualmente, tanto na esfera legal, quanto na esfera regulatória da maior parte dos países de tradição romana, o fundo de investimento é designado como comunhão de recursos constituída sob a forma de condomínio. Faltam-lhe, portanto, a personalidade jurídica e a característica societária necessárias para operacionalizar, na rapidez requerida pelo mercado, as operações societárias, alcançando o fim almejado pela Sociedade-Alvo: um IPO indireto.

4. PERSPECTIVAS LEGAIS E REGULATÓRIAS NO BRASIL

À luz do modelo funcional mínimo delineado na seção anterior, a presente seção examina em que medida o ordenamento jurídico brasileiro dispõe de institutos capazes de desempenhar funções economicamente equivalentes àquelas que caracterizam a SPAC no contexto norte-americano. A análise não se orienta, portanto, pela busca de uma correspondência formal ou tipológica, tampouco pela mera importação do rótulo estrangeiro, mas pela verificação da aptidão funcional dos instrumentos societários e regulatórios nacionais para mitigar assimetrias informacionais, disciplinar incentivos e viabilizar, de modo consistente, a combinação de negócios. Trata-se, em última instância, de avaliar os limites e as possibilidades de reprodução dessas funções no direito pátrio, sob pena de se descaracterizar a lógica econômica que define a própria classe de investimento.

Para alcançar esse objetivo, será seguida, na medida do possível, a mesma ordem de apresentação de estruturas que foi realizada na seção anterior, de modo a facilitar a visualização das correspondências nacionais ao modelo abstrato apresentado.

4.1 PRAZO DE DURAÇÃO DA SPAC E FINALIDADE

Conforme delineado na Seção II, a limitação temporal e de objeto social da SPAC desempenha a função de disciplinar o comportamento dos patrocinadores, mitigando o risco moral associado à gestão de recursos captados sem definição prévia do ativo. A análise do direito brasileiro deve, portanto, partir dessa função, a fim de verificar em que medida o ordenamento pátrio admite estruturas capazes de impor disciplina temporal equivalente.

O direito brasileiro admite a constituição de sociedades voltadas à realização de empreitadas específicas, a exemplo das sociedades de propósito específico (SPEs). Nos termos do art. 2º da Lei das Sociedades Anônimas, o objeto social da companhia pode abranger atividades empresariais lícitas, inclusive a participação em outras sociedades, o que permite estruturar a SPAC com finalidade voltada à realização de combinações de negócios. Eventual adequação do objeto social às atividades da sociedade-alvo pode ser promovida quando da aprovação da operação, conforme a estrutura de combinação adotada.

Igualmente, não há de se falar em óbices com relação à companhia possuir prazo determinado de duração. Inclusive, o decurso do prazo de duração da companhia é hipótese de sua dissolução de pleno direito, nos termos do art. 206, inciso I, alínea "a" da Lei das Sociedades Anônimas. Considerando a natureza pré-operacional da estrutura e a ausência, em regra, de endividamento relevante, a liquidação tende a resultar na restituição aos investidores dos recursos por eles integralizados, acrescidos dos rendimentos obtidos durante o período de aplicação em conta e*scrow*.

4.2 ESTRUTURA DE CAPITAL

4.2.1 O DIREITO DE RESGATE E AS AÇÕES PREFERENCIAIS RESGATÁVEIS

No modelo da SPAC, o direito de resgate atribuído aos investidores constitui mecanismo central de contenção do poder discricionário dos patrocinadores na definição da combinação de negócios. Ao permitir a saída do investidor dissidente antes da consumação da operação, esse instituto opera como contrapeso institucional às decisões tomadas na fase decisória crítica do veículo, reforçando a disciplina dos incentivos envolvidos. A presente subseção examina, à luz dessa função, em que medida o direito brasileiro contempla instrumentos aptos a desempenhar papel funcionalmente equivalente.

Uma primeira análise de nossa legislação poderia levar o leitor a pensar na famosa figura do direito de recesso elencado, na Lei das Sociedades Anônimas, em seu art. 137. O *appraisal right* brasileiro concederia a possibilidade de acionistas saírem da sociedade e receberem o valor de ações em dinheiro dentro de determinadas circunstâncias. Entretanto, duas considerações importantes se fazem necessárias. Ao contrário do direito americano, o recesso brasileiro não é ancorado sob a primazia da previsão estatutária para o seu exercício.[605] O recesso brasileiro se funda na ideia de dissenção. Em outras palavras, "é remédio legal que permite aos acionistas não serem constrangidos a aceitar e se submeter a uma modificação estatutária aprovada e desejada pela maioria, mas que, a ele, parece onerosa para seus interesses por piorar sua posição na sociedade".[606]

É em função de compor uma exceção ao princípio majoritário que as suas hipóteses de aplicação são limitadas. Desse modo, o art. 137 da

605 CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei das sociedades anônimas:** Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações da Lei n. 11.638, de 28 de dezembro de 2007. 4ª. ed. São Paulo: Saraiva, v. 4º, 2009.

606 SZTAJN, Rachel. **Direito de Recesso.** Tese (Doutorado em Direito). Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo. 1982. p. 82.

Lei das Sociedades Anônimas é *numerus clausus*, não abrindo margem para que os estatutos sociais incluam hipóteses adicionais de recesso aos que constam na lei. Como será abordado no item "Combinação de negócios" abaixo, das alternativas disponíveis em nosso direito para operacionalização, de maneira atrativa e vantajosa, da combinação de negócios, somente a figura da incorporação de ações ensejaria a sua incidência. Adicionalmente, eventuais alterações no objeto social da SPAC de modo a viabilizar a combinação de negócios também levaria à incidência do recesso. Em suma, a figura do recesso não se mostra como o caminho mais seguro para operacionalizar o reembolso auscultado pelos investidores diante da pluralidade de formas em que a combinação de negócios pode se dar.

A opção mais factível é a emissão de ações preferenciais resgatáveis. Conforme aponta Carvalhosa,[607] "essa classe de preferenciais é, em geral, emitida em momentos de grande necessidade de capital próprio, e, portanto, com atrativos de rentabilidade excepcionais que não podem ser suportados indefinidamente pela companhia". Trata-se de ação que, desde sua emissão, confere à companhia a obrigação de resgatá-la dentro das condições estabelecidas no seu estatuto social. A possibilidade de sua emissão encontra-se expressamente prevista na Lei das Sociedade Anônimas nos termos do seu artigo 19.

Dessa forma, o resgate estipulado no estatuto social ao tempo da criação da ação integra o conjunto de seus direitos e obrigações.[608] Dessa forma, o acionista se vê com um direito de crédito contra a companhia por meio do qual pode exigir a recompra das ações de sua propriedade nas hipóteses em que o estatuto social dispor e na data previamente estabelecida para o resgate.

Entretanto, uma complicação prática pode se delinear com relação à emissão dessa classe de ações. A Lei das Sociedades Anônimas refere-se, genericamente, no seu art. 44, que somete seriam recursos disponíveis aplicáveis ao resgate de ações o saldo de lucros

607 *Op. cit.* p. 339.

608 EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada.** Volume I - Arts. 1º a 120. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 284 e ss.

acumulados e as reservas constituídas. Em outras palavras, temos que os recursos para o resgate de ações podem originar-se somente das reservas de capital (art. 200) e de reservas de lucros estatutária e especificamente criadas para esse fim (art. 194), bem como o saldo de lucros disponíveis. Não se poderia utilizar, portanto, a reserva legal, uma vez que esta é criada com o fim de assegurar a integridade do capital social e só pode ser aplicada para compensar prejuízos ou aumentar o capital, nos termos do art. 193, § 2º, da Lei das Sociedade Anônimas, tampouco os recursos disponíveis em outras contas que não a de lucros ou reservas, como aqueles integralizadas à cifra do capital social da companhia.

A relevância prática desse apontamento se deve ao fato de que a conta *escrow* formada pelos valores integralizados no IPO pelos investidores serve justamente de mecanismo de segurança pelo qual o dinheiro integralizado ficaria apartado da condução dos negócios da SPAC, qual seja, a busca pela sua Sociedade-Alvo, e seriam aplicados em títulos de renda fixa, de modo que seu eventual acesso para fins de reembolso de capital investido pelos acionistas que resgatarem suas ações daria ao investidor a segurança de que os valores despendidos teriam rendido em aplicações financeiras e que o custo de oportunidade relativo ao investimento nas SPACs seria, assim, minorado.

Assim sendo, para dar efetividade econômica ao instituto, seria necessário que o preço de emissão das ações preferenciais não fosse integralmente destinado à composição do capital social, fazendo-se uso da prerrogativa descrita no artigo 182, parágrafo I, alínea "a" da Lei das Sociedades por Ações, qual seja: que parte relevante do preço de emissão seja destinada à formação de uma reserva de capital. Isso pois, os valores creditados à conta de reserva de capital possuem aplicação que engloba o resgate, reembolso ou compra de ações de própria emissão. Cumpre ressaltar que tal estruturação contábil não impede a aplicação dos recursos em investimentos de elevada liquidez. Isso porque a classificação contábil no passivo patrimonial, enquanto reflexo das fontes de recursos, não se confunde com a destinação econômica desses valores no ativo da companhia, onde permanecem

registrados e administrados de acordo com a política de investimentos adotada.[609]

Cumpre ressaltar que o pagamento das ações preferenciais resgatáveis somente pode ser realizado à conta de lucros acumulados e de reservas disponíveis, nos termos da legislação societária. Por essa razão, revela-se prudente que os rendimentos obtidos com a aplicação dos recursos da companhia sejam apropriados contabilmente à constituição de reservas, assegurando a existência de rubrica patrimonial apta a suportar o resgate dessas ações no momento previsto.

Essa necessidade decorre do fato de que as reservas que não sejam de capital somente podem ser constituídas a partir da destinação de parcela do lucro líquido do exercício, conforme o disposto no art. 194, inciso II, da Lei das Sociedades Anônimas. Ao mesmo tempo, a legislação impõe limites à acumulação de reservas estatutárias, especialmente em razão da obrigatoriedade do pagamento do dividendo mínimo obrigatório.

Diante desse regime, torna-se relevante que o estatuto social preveja percentuais reduzidos de dividendo mínimo, eventualmente sujeitos a revisão ou a condição modificativa após a conclusão da combinação de negócios, de modo a maximizar a possibilidade de formação de reservas e preservar, de forma contínua, a capacidade financeira da companhia para o resgate das ações preferenciais.

Cumpre ressaltar que, mesmo que os recursos do IPO sejam majoritariamente destinados à formação de reserva de capital de modo a viabilizar o seu uso no âmbito do resgate das ações preferenciais emitidas, após a efetiva conclusão do período de resgate, o saldo desses valores e das outras reservas de lucro constituídas com este fim podem ser capitalizados pela SPAC, mesmo sem a emissão de novas ações, nos termos do art. 169, §1º, da Lei das Sociedades Anônimas. Desse modo, tais recursos, após a capitalização, poderiam ser utilizados no

609 IUDÍCIBUS, Sérgio de; MARTINS, Eliseu; GELBCKE, Ernesto Rubens. **Manual de contabilidade societária.** São Paulo: Atlas, 2010, esp. caps. 1 e 2.

âmbito da combinação de negócios, sem maiores questionamentos posteriores sobre o enquadramento contábil dessas operações.

4.2.2 BÔNUS DE SUBSCRIÇÃO

No desenho institucional da SPAC, os bônus de subscrição atribuídos aos investidores e aos patrocinadores desempenham papel relevante na alocação e no compartilhamento do risco econômico inerente à estrutura. Ao diferir parte da remuneração esperada para o momento posterior à concretização da combinação de negócios, esses instrumentos condicionam a captura de valor à efetiva realização da operação, funcionando como mecanismo de alinhamento — ainda que imperfeito — entre os interesses dos patrocinadores, dos investidores iniciais e do mercado secundário. A presente subseção examina, a partir dessa função, em que medida o direito brasileiro admite instrumentos capazes de reproduzir resultado econômico funcionalmente equivalente.

Para fins de contemplação dos *warrants* emitidos nas ofertas internacionais de SPACs pelo direito nacional, não há de se enxergar óbice na utilização dos bônus de subscrição. Os bônus de subscrição são, conforme nos ensina Eizirik,[610] títulos negociáveis e autônomos de emissão exclusiva das companhias de capital autorizado e que atribuem o direito aos seus titulares de subscrever ações da companhia, mediante o pagamento do respectivo preço, nas condições nele previstas.

É importante ressaltar que, para a emissão de bônus de subscrição, a SPAC deve dispor de autorização estatutária para a realização de aumento de capital, independentemente de reforma do estatuto.[611] Ademais, o Conselho de Administração da SPAC, ao deliberar sobre a emissão do bônus, deve estabelecer todas as condições que disciplinarão o exercício dos direitos por ele assegurados, quais

610 EIZIRIK, Nelson. p. 454 e ss.
611 *Ibidem*.

sejam: (i) o número, a espécie e a classe de ações em que eles poderão ser convertidos; (ii) o prazo para o exercício do direito, o que, no caso da SPAC, deverá ser após a combinação dos negócios; e (iii) o preço de emissão das ações.

4.2.3 CONTA ESCROW

Conforme delineado na Seção II, a segregação patrimonial dos recursos captados pela SPAC desempenha função central na proteção do investidor durante a fase pré-operacional, ao impedir que os valores levantados sejam utilizados discricionariamente pelos patrocinadores antes da definição da combinação de negócios. Ao manter os recursos apartados do patrimônio da companhia e de seus administradores, esse mecanismo mitiga o risco de apropriação indevida ou de emprego dos fundos em finalidades incompatíveis com aquelas anunciadas na oferta. A partir dessa função, examina-se em que medida o direito brasileiro dispõe de mecanismos capazes de assegurar resultado econômico funcionalmente equivalente

No que diz respeito à utilização de contas *escrow* no direito nacional, não há de se falar em óbices. O depósito *escrow* já é amplamente utilizado no mercado financeiro como mecanismo de garantia de obrigações contraídas no âmbito de emissão de dívidas e compras de participação societária. O depósito *escrow* consiste em mecanismo contratual por meio do qual as partes atribuem a um terceiro a custódia de determinados bens, condicionando sua liberação ao cumprimento de eventos previamente definidos, de modo a assegurar a execução econômica da relação subjacente.[612]

No modelo proposto, o contrato de depósito *escrow* é celebrado entre a SPAC e a instituição depositária, não figurando os acionistas como partes da relação contratual, mas como beneficiários econômicos nas hipóteses de resgate. Essa configuração não apresenta

612 ANTUNES, João Tiago Morais. **Do contrato de depósito escrow**. Coimbra: Almedina, 2007. p. 173.

dificuldades práticas, sendo certo que a SPAC somente se tornará beneficiária final dos recursos remanescentes após a conclusão da combinação de negócios. O contrato deverá, ainda, contemplar a hipótese de liquidação da companhia em caso de não aprovação da operação ou de insucesso na identificação da sociedade-alvo dentro do prazo estatutário. Nesse contexto, a movimentação dos recursos deverá observar também os valores mínimos destinados ao pagamento do dividendo obrigatório, nos termos do art. 200 da Lei das Sociedades Anônimas.

Uma limitação relevante do uso de contas *escrow* no direito brasileiro reside na inexistência de regime fiduciário que assegure segregação patrimonial plena dos recursos. Não se tratando de garantia fiduciária acessória de uma obrigação de dívida principal (cessões fiduciárias), nem de estrutura legalmente dotada de patrimônio separado — como ocorre, por exemplo, nas securitizações regidas pela Lei nº 14.430 — tais contas permanecem, em princípio, sujeitas a constrições judiciais decorrentes de execuções promovidas contra a companhia. A adoção de estruturas alternativas, como a aplicação dos recursos em fundo de investimento, não eliminaria esse risco, pois a participação correlata detida pela SPAC continuaria suscetível a penhora e demais medidas constritivas

Trata-se, portanto, de risco inerente à arquitetura institucional disponível no ordenamento pátrio, que, embora mereça consideração, não inviabiliza nem compromete de forma substancial a racionalidade econômica da estrutura. A mitigação desse risco insere-se no âmbito dos deveres de diligência dos administradores, os quais devem orientar a condução da fase pré-operacional de modo a evitar a assunção de obrigações desnecessárias ou a exposição da companhia a contingências incompatíveis com o escopo limitado de sua atuação antes da combinação de negócios.

4.3 ESTRUTURA DE ADMINISTRAÇÃO

A estrutura de administração no modelo da SPAC assume centralidade particular em razão da concentração de poderes decisórios relevantes em um contexto pré-operacional, no qual a companhia dispõe de recursos captados do público sem definição prévia do ativo empresarial que lhe dará substância econômica. Nesse intervalo, a atuação dos administradores — frequentemente vinculados aos patrocinadores — desempenha papel determinante na condução da busca, negociação e submissão da combinação de negócios à deliberação dos investidores.

A experiência norte-americana revela que a tentativa de contenção dos riscos associados a essa concentração decisória não se apoia exclusivamente em controles fiduciários clássicos, mas na combinação de mecanismos estruturais — como a limitação temporal da estrutura, o direito de resgate e a configuração dos incentivos econômicos — que reduzem a margem de discricionariedade não disciplinada. Ainda assim, o regime fiduciário aplicável aos administradores permanece elemento relevante para a preservação da racionalidade do modelo, sobretudo na fase que antecede a definição da operação de combinação.

No direito brasileiro, a atuação dos administradores de sociedades por ações encontra-se submetida a um regime fiduciário expressamente positivado, centrado nos deveres de diligência e lealdade previstos na Lei das Sociedades por Ações. Esses deveres impõem que o administrador atue no interesse da companhia, com observância de sua finalidade econômica, vedando a utilização da posição para a obtenção de vantagens indevidas ou a prática de atos em conflito de interesses, inclusive em situações em que a sociedade ainda não desenvolve atividade operacional típica.

Sob a ótica funcional, esse arcabouço fornece instrumentos abstratos aptos a limitar condutas oportunísticas e a orientar a tomada de decisões em contextos de elevada discricionariedade.

4.4 COMBINAÇÃO DE NEGÓCIOS

A SPAC é concebida como instrumento destinado à realização de uma combinação de negócios com uma sociedade-alvo, operando, em termos econômicos, como via alternativa de acesso ao mercado de capitais sem a realização de um IPO tradicional. Mais do que a simples união de patrimônios, a operação busca viabilizar a transição de uma companhia de capital fechado para o mercado aberto por meio da estrutura já listada da SPAC.

Nesse contexto, a escolha da estrutura jurídica da operação revela-se determinante para a consecução desse objetivo econômico. A presente seção examina, assim, as modalidades de combinação societária admitidas no direito brasileiro que sejam capazes de: **(i)** permitir que os recursos captados publicamente pela SPAC sejam direcionados à Sociedade-Alvo; e **(ii)** assegurar que, após a conclusão da operação, a entidade resultante permaneça como companhia aberta já registrada, reproduzindo, em termos funcionais, os efeitos de um IPO.

Quando observado o direto brasileiro, nota-se que a legislação dispõe de duas principais operações societárias que alcançam os objetivos acima listados: a fusão e a incorporação. Tais operações são marcadas pela característica de constituírem negócios de natureza associativa, pois, como aponta Trajano Miranda Valverde,[613] "afetam a personalidade jurídica das sociedades envolvidas, que serão total ou parcialmente extintas".

A fusão consiste na união dos acervos patrimoniais de duas sociedades, de tipos iguais ou diferentes, para formar uma nova sociedade. A incorporação, por outro lado, implica na absorção de uma sociedade por outra. Em todo caso, ambos os instrumentos societários instrumentalizam uma sucessão *ope legis* a título universal de todos os direitos, obrigações e responsabilidades anteriormente assumidos pela sociedade que vier a ser extinta em prol da sociedade que permanece,

613 VALVERDE, Trajano Miranda apud CARVALHOSA, Modesto. *Op. cit.* p. 232.

de tal sorte que é permitida a continuidade das atividades comerciais exercidas. "[A] pessoa jurídica receptora (sucessora) absorve o acervo líquido que lhe foi transferido e o utiliza para o exercício de uma atividade empresarial".[614]

Ademais, a fusão e a incorporação envolvendo companhia aberta implica, nos termos do art. 223 da Lei das Sociedades Anônimas, que as sociedades sucessoras resultantes da operação sejam também companhias abertas, devendo obter o respectivo registro, conforme se fizer necessário, no prazo máximo de cento e vinte dias, contados da data da assembleia geral que aprovou a operação, observando as normas pertinentes editadas pela Comissão de Valores Mobiliários.

Nota-se, assim, que os institutos acima mencionados operacionalizam a disponibilização dos recursos obtidos pela SPAC à Sociedade-Alvo, uma vez que há a combinação dos acervos patrimoniais de cada uma dessas entidade legais. Ademais, a SPAC na qualidade de sucessora da Sociedade-Alvo, conduz os negócios desta, mantendo a sua qualidade de companhia aberta, servido de instrumento de acesso indireto da Sociedade-Alvo ao mercado de capitais. E é justamente por essa necessidade de permanência da SPAC, não operando a sua extinção, que, em termos gerais, a incorporação se mostra como o instituto mais adequado.

Na fusão, embora haja a necessidade de que o sucessor legal da operação seja companhia aberta, uma vez que a própria SPAC o é, tal operação se opera mediante congregação de acervos patrimoniais das duas sociedades para formação inicial de capital de uma sociedade nova, com a consequente extinção das sociedades anteriores. É por tal motivo que o art. 223 da Lei das Sociedades Anônimas destaca a necessidade de obtenção do registro de companhia aberta perante a CVM da sociedade resultante da operação, uma vez que não há a sobrevivência da companhia aberta anterior. De modo diverso ocorre na incorporação em que a sociedade incorporadora seja a SPAC. Uma vez que, o patrimônio líquido da incorporada é vertido à SPAC,

614 BROTEL, Sérgio. *Op. cit.* p. 86.

esta sobrevém, mantendo-se como uma companhia operante e de capital aberto, prescindindo, dessa maneira, de incorrer nos custos regulatórios necessários para a obtenção de um novo registro.

Poder-se-ia cogitar, em alternativa, a realização da combinação de negócios por meio da aquisição das participações societárias detidas pelos sócios da sociedade-alvo. Nessa hipótese, a SPAC passaria a atuar como sociedade *holding*, limitando-se à participação no capital social da investida. Esse modelo, contudo, apresenta limitações relevantes sob a perspectiva econômica da estrutura.

De um lado, os recursos captados no IPO seriam direcionados ao pagamento do preço de aquisição das participações, e não diretamente à capitalização da Sociedade-Alvo, reduzindo a eficiência do uso do capital como instrumento de financiamento do negócio. De outro, a alienação das participações societárias pode implicar o afastamento dos sócios originários da condução das atividades empresariais, sem que haja incentivo prático para que os administradores da SPAC assumam a gestão operacional da investida, dado que a remuneração econômica desses agentes tende a se realizar predominantemente por meio da alienação de suas posições no mercado após a conclusão da operação.

A incorporação, por outro lado, caracteriza-se pela substituição das posições acionárias detidas pelos sócios da sociedade incorporada por participações de emissão da companhia incorporadora, por meio de aumento de capital realizado com a transferência do patrimônio líquido da incorporada. Trata-se de operação de natureza associativa, na qual os antigos sócios ou acionistas passam a integrar o quadro societário da incorporadora, preservando-se a lógica de continuidade empresarial e sucessão patrimonial própria desse tipo de operação.[615]

Essa estrutura permite que os antigos sócios da Sociedade-Alvo passem a integrar o quadro acionário da companhia incorporadora, modelando-se a preservação de sua participação na condução dos negócios e reproduzindo, em termos funcionais, os efeitos de um IPO.

615 CARVALHOSA, Modesto. *Op. cit.* p. 270.

O panorama seria de uma espécie de incorporação reversa diversa da hipótese habitualmente vista no mercado brasileiro marcada por uma empresa deficitária incorporando uma empresa lucrativa ou financeiramente sólida, mas que mantém ligação com essa modalidade operação societária pelo fato de a incorporada assumir *de fato* as funções gerenciais da incorporadora. Por essas razões, advoga-se que, em regra, a incorporação será o modelo de combinação de negócios a ser adotado.

Outra alternativa a ser considerada para a realização da combinação de negócios é a incorporação de ações, figura distinta da incorporação de sociedades. Nos termos do art. 252 da Lei das Sociedades Anônimas, essa operação consiste na agregação da totalidade das ações de uma sociedade ao patrimônio de outra, mediante aumento de capital da incorporadora, preservando-se a personalidade jurídica da sociedade cujas ações são incorporadas.[616]

Embora não haja sucessão em direitos e obrigações, a incorporação de ações produz efeitos patrimoniais similares aos da incorporação tradicional, na medida em que transfere a base acionária da sociedade-alvo para a SPAC. Tal estrutura permite que os antigos acionistas mantenham influência na governança da companhia após a operação e que os recursos captados no IPO permaneçam economicamente vinculados à atividade da sociedade operacional, ainda que de forma indireta através de sua holding, o que a torna alternativa potencialmente compatível com a lógica funcional das SPACs.

Uma ponderação relevante diz respeito ao regime do direito de recesso nas operações de incorporação de ações. Diferentemente da incorporação de sociedades, em que o recesso é assegurado apenas aos acionistas da incorporada, a incorporação de ações confere, por força dos §§1º e 2º do art. 252 da Lei das Sociedades Anônimas, direito de retirada aos acionistas de ambas as sociedades envolvidas. Nesse

616 EIZIRIK, Nelson. Incorporação de Ações: Aspectos Polêmicos. In: (ORG), W. J. W. J. **Fusão, Cisão, Incorporação e Temas Correlatos**. São Paulo: Editora Quarier Latin do Brasil, 2009. p. 83.

contexto, os acionistas preferencialistas poderiam, em tese, dispor de dois mecanismos distintos de saída: o resgate das ações preferenciais ou o reembolso mediante exercício do direito de recesso.

A coexistência dessas prerrogativas pode gerar impacto econômico relevante, na medida em que o exercício simultâneo ora de resgate e ora do recesso pode intensificar a redução dos recursos depositados em conta vinculada. Tal risco pode ser mitigado por meio de disciplina estatutária mais estrita quanto às condições de exercício do resgate ou, alternativamente, pela não adoção de ações preferenciais quando se optar, desde a origem, pela estrutura de incorporação de ações. Cumpre observar, ademais, que o direito de recesso pode ser afastado nas hipóteses previstas no art. 137, inciso II, da Lei das Sociedades Anônimas, caso as ações envolvidas apresentem liquidez e dispersão no mercado — circunstância que, contudo, dificilmente se verifica nas SPACs, especialmente nas fases iniciais de sua estruturação.[617]

Seja qual for a opção de operação societária adotada, a sua consecução não importará em regimes diferenciados daqueles que já são conduzidos ordinariamente no mercado nacional, devendo observar a legislação e os normativos aplicáveis, em especial as resoluções e as instruções expedidas pela CVM.

4.5 CONSIDERAÇÕES REGULATÓRIAS ESPECÍFICAS

Com a edição da Resolução CVM 160 representou o primeiro tratamento normativo específico das SPACs no direito brasileiro, no contexto da reformulação do regime de ofertas públicas de valores mobiliários. As particularidades desse instrumento já vinham sendo discutidas pela autarquia na Audiência Pública SDM 02/21, que identificou a inadequação de determinados requisitos das antigas

617 NG, Margaret. Special Purpose Acquisition Companies. In: CUMMING, Douglas J.; HAMMER, Benjamin (ed.). **The Palgrave Encyclopedia of Private Equity.** Cham: Palgrave Macmillan, 2023. Disponível em: https://link.springer.com/. Acesso em: 03 de abril de 2026.

Instruções CVM 400 e 476 à estrutura pré-operacional das SPACs. Ainda que a audiência não tivesse por objeto definir a forma societária dessas companhias, buscou-se ajustar o regime de ofertas para compatibilizá-lo com sua lógica econômica.

Nesse sentido, um dos principais ajustes promovidos pela Resolução CVM 160 foi a dispensa da exigência de elaboração de estudo de viabilidade econômico-financeira para os IPOs de SPACs. Embora a regulamentação das ofertas públicas previsse tal estudo para emissores pré-operacionais, a CVM reconheceu que sua aplicação às SPACs seria inadequada, na medida em que essas companhias não possuem atividade operacional nem geração de receitas no momento da oferta. A exceção expressa prevista no art. 29 da Resolução reflete, assim, a adaptação do regime regulatório à natureza específica do veículo.

Outra preocupação central tratada pelo novo marco regulatório diz respeito ao perfil dos investidores aptos a negociar valores mobiliários emitidos por SPACs. A Resolução CVM 160 restringiu inicialmente essa negociação aos investidores qualificados, reconhecendo os riscos inerentes à mensuração econômica de estruturas ainda não operacionais. Tal restrição subsiste até o decurso de seis meses da efetiva realização da combinação de negócios, desde que inexistam condições suspensivas ou limitações à plena eficácia da operação, momento a partir do qual se restabelece a possibilidade de negociação mais ampla no mercado secundário.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Com base no percurso analítico desenvolvido ao longo deste trabalho, o exame das SPACs permitiu evidenciar que esse instrumento não pode ser compreendido como um arranjo jurídico isolado ou como mera inovação contratual, mas como o resultado de uma construção institucional orientada à solução de problemas econômicos específicos identificados ao longo da experiência regulatória norte-americana. A reconstrução histórica demonstrou

que os principais elementos que caracterizam o modelo — tais como a limitação temporal da estrutura, a segregação dos recursos captados, o direito de resgate dos investidores e a conformação dos incentivos econômicos dos patrocinadores — consolidaram-se progressivamente em razão das funções que passaram a desempenhar na viabilização da combinação de negócios e na disciplina das decisões tomadas em contexto pré-operacional.

A partir dessa constatação, o artigo adotou uma abordagem funcional para avaliar em que medida o ordenamento jurídico brasileiro dispõe de instrumentos capazes de desempenhar papéis economicamente equivalentes aos observados no modelo das SPACs.

Nesse sentido, verificou-se que o direito brasileiro admite mecanismos capazes de impor disciplina temporal à utilização dos recursos captados, inclusive por meio da estruturação estatutária da duração da sociedade e pela vinculação contratual do emprego do capital a determinados eventos futuros. De modo análogo, a possibilidade de afetação patrimonial dos recursos, ainda que implementada por instrumentos distintos daqueles observados no mercado norte-americano, permite condicionar economicamente a disponibilidade do capital à concretização da operação pretendida, ressalvadas as inconveniências legais relativas à inexistência de regime fiduciário.

De modo semelhante, o direito brasileiro admite a estruturação prévia do direito de resgate das participações societárias, permitindo condicionar a permanência do investidor à efetiva implementação da operação projetada, por meio de modelagem estatutária e contratual adequada. Tal flexibilidade revela-se central para a reprodução da função econômica desempenhada pelas SPACs, ao integrar o direito de saída ao próprio desenho da estrutura. Ademais, o ordenamento jurídico nacional permite a conformação de mecanismos de incentivo que vinculam a remuneração e os benefícios econômicos dos patrocinadores e administradores ao êxito da operação, notadamente por meio de bônus de subscrição. Por fim, o regime societário brasileiro prevê deveres fiduciários expressos e instrumentos de

responsabilização capazes de enquadrar a atuação dos administradores mesmo em fases pré-operacionais.

Dessa forma, a correspondência funcional identificada ao longo da Seção III não decorre da reprodução formal do modelo da SPAC no direito brasileiro, mas da existência de institutos capazes de desempenhar, de maneira equivalente, as funções econômicas que dão sentido à sua configuração. Essa constatação reforça a adequação da abordagem funcional como método de análise comparada e evidencia que a compreensão das SPACs exige atenção não somente à forma jurídica que assumem em determinado ordenamento, mas às funções que efetivamente desempenham no arranjo institucional em que se inserem.

REFERÊNCIAS

ANTUNES, João Tiago Morais. **Do contrato de depósito escrow**. Coimbra: Almedina, 2007.

BORBA, João Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. 17. ed. São Paulo: Atlas, 2019.

BROTEL, Sérgio. **Fusões e Aquisições**. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2017.

BURGHARDT, Benjamin. **SPAC - Special Purpose Acquisition Companies**. Norderstedt: Grin, 2009.

CAMPINHO, Sérgio. **Curso de direito comercial: sociedade anônima.** 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2017.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedade anônimas.** v. 6. ed. São Paulo: Saraiva, v. 1. 2011.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei das sociedades anônimas:** Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações da Lei n. 11.638, de 28 de dezembro de 2007. 4ª. ed. São Paulo: Saraiva, v. 4º, 2009.

CHEN, James. SEC POS AM Filing. **Investopedia**, 2020. Disponível em: <https://www.investopedia.com/terms/s/sec-pos-am-filing.asp>. Acesso em: 09 outubro 2021.

CHEN, James. Boiler Room. **Investopedia**, 2021. Disponível em: <https://www.investopedia.com/terms/b/boilerroom.asp>. Acesso em: 09 de outubro de 2021.

COATES, John C. **SPAC law and myths.** Business Lawyer, Chicago, v. 78, n. 2, p. 371–451, 2023. Disponível em: https://www.americanbar.org/groups/business_law/resources/business-lawyer/2023-spring/spac-law-myths/. Acesso em: 5 de abril de 2026.

CORRADINI, Luiz Eduardo Malta. **Relação de Substituição de Ações em Operações de Incorporação e Incorporação de Ações**. Dissertação (Mestrado em Direito) - Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014.

DIMITROVA, Lora; FONG, Margaret. Special Purpose Acquisition Companies. In: CUMMING, Douglas J.; HAMMER, Benjamin (ed.). **The Palgrave Encyclopedia of Private Equity.** Cham: Palgrave Macmillan, 2023. p. 1–7. Disponível em: https://link.springer.com/referenceworkentry/10.1007/978-3-030-38738-9_181-1. Acesso em: 03 de abril de 2026.

EIZIRIK, Nelson. Incorporação de Ações: Aspectos Polêmicos. *In*: (ORG), W. J. W. J. **Fusão, Cisão, Incorporação e Temas Correlatos**. São Paulo: Editora Quarier Latin do Brasil, 2009. p. 78-99.

EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada.** São Paulo: Quartier Latin, 1.v., 2011.

EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada.** São Paulo: Quartier Latin, 3. v., 2011.

FELDMAN, David N. **Reverse mergers:** and other alternatives to traditional IPOs. 2. ed. Nova Iorque: Blooberg Press, 2009.

FINANCIAL INDUSTRY REGULATORY AUTHORITY (FINRA). **Regulatory Notice 08-54:** Guidance on Special Purpose Acquisition Companies**.** Washington, D.C.: FINRA, 13 out. 2008. Disponível em: <https://www.finra.org/rules-guidance/notices/08-54>. Acesso em: 03 de abril de 2026.

GREEE, Robert J. What is an Asset Class, Anyway? **The Journal of Portfolio Management,** Nova Iorque, p. 86-91, Winter 1997. Disponível em: <https://doi.org/10.3905/jpm.23.2.86>. Acesso em: 09 de outubro de 2021.

HAGHNEJAD, Daniel Burcheri. **Special Purpose Acquisition Company (SPAC):** approche juridique d'un véhicule d'investissement atypique, 2018. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3415986>. Acesso em: 21 de dezembro de 2021.

HEYMAN, Derek K. From Blank Check to SPAC: the Regulator's Response to the Market, and the Market's Response to the Regulation. **Entrepreneurial Business Law Journal,** Columbus, 2, 2007. 531-552.

IUDÍCIBUS, Sérgio de; MARTINS, Eliseu; GELBCKE, Ernesto Rubens. **Manual de contabilidade societária**. São Paulo: Atlas, 2010.

JEBENS, Philipp. **Special Purpose Acquisition Companies (SPACs):** Alternative Finanzierungsform und Assetklasse. 1. ed. Saarbrücken: VDM Verlag Dr. Müller, 2010.

KOLB, Johannes; TYKVOVÁ, Tereza. Going public via special purpose acquisition companies: Frogs do not turn into princes. **Journal of Corporate Finance**, 2016. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.07.006>. Acesso em: 22 de junho de 2022.

LAYNE, Ramey; LENAHAN, Brenda. Special Purpose Acquisition Companies: An Introduction. **Harvard Law School Forum on Corporate Governance**, Cambridge, 2018. Disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/07/06/special-purpose-acquisitioncompanies-an-introduction/>. Acesso em: 09 de outubro de 2021.

NEWMAN, Neal; TRAUTMAN, Lawrence J. Special Purpose Acquisition Companies (SPACs) and the SEC. **University of Pennsylvania Journal of Business Law**, Filadélfia, 15 Agosto 2021. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3905372>. Acesso em: 10 de julho de 2022.

NG, Margaret. Special Purpose Acquisition Companies. *In*: CUMMING, Douglas J.; HAMMER, Benjamin (ed.). **The Palgrave Encyclopedia**

of Private Equity. Cham: Palgrave Macmillan, 2023. Disponível em: https://link.springer.com/. Acesso em: 03 de abril de 2026.

NILSSON, Gül Okutan. Incentive Structure of Special Purpose Acquisition Companies. **European Business Organization Law Review**, 2018. Disponível em: <https://doi.org/10.1007/s40804-018-0105-7>. Acesso em: 10 de julho de 2022.

PAVIA, Eduardo Cherez. **Fundos de Investimento***:* Estrutura Jurídica e Agentes de Mercado como Proteção do Investimento. São Paulo: Quartier Latin, 2016.

PITTA, André Grünspun. **A Capitalização da Empresa e o Mercado de Valores Mobiliários**. 1. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

RIEMER, Daniel S. Special Purpose Acquisition Companies: SPAC and Span, or Blank Check Redux. **Washington University Law Review**, St. Louis, 85, 2007. 931-968.

SZTAJN, Rachel. **Direito de Recesso.** Tese (Doutorado em Direito). Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo. 1982.

UNITED STATES. Securities and Exchange Commission. **17 CFR §230.419 – Offerings by blank check companies.** Washington, D.C., 1992. Disponível em: <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/230.419>. Acesso em: 02 de abril de 2026.

WILKINSON, Seffie. A Spic-and-Span SPAC: Modifying the SEC's New Regulatory Regime**. Journal of Corporation Law**, Iowa City, v. 49, n. 5, p. 1241–1262, 2024. Disponível em: https://jcl.law.uiowa.edu/sites/jcl.law.uiowa.edu/files/2024-09/Wilkinson_Final.pdf. Acesso em: 02 de abril de 2026.

DO PAPEL À PRÁTICA: A TENSÃO ENTRE NORMAS FORMAIS E RELACIONAIS NA ANÁLISE ESTRUTURAL DO ACORDO ISDA

FROM PAPER TO PRACTICE: THE TENSION BETWEEN FORMAL AND RELATIONAL NORMS IN THE STRUCTURAL ANALYSIS OF THE ISDA AGREEMENT

Thaís Ferreira Marques (Universidade do Estado do Rio de Janeiro)[618]

Resumo: Este artigo analisa a tensão entre o contrato formalmente escrito (*Paper Deal*) e a realidade da execução contratual, orientada por práticas comerciais informais (*Real Deal*), no quadro estabelecido pelos acordos da Associação Internacional de Swaps e Derivados (ISDA). Apoiando-se na teoria dos contratos relacionais e nas dimensões implícitas das avenças, o estudo adota uma concepção bimodal do contrato para aprofundar a análise da coexistência normativa. Distinguem-se as Normas de Preservação do Relacionamento (NPRs) das Normas de Fim de Jogo (NFJs), explorando-se como as partes escolhem estrategicamente entre diferentes meios contratuais para atingir seus fins. A configuração do Acordo ISDA é examinada como um exemplo de *design* modular e contratualismo estrutural, facilitador dessa dualidade inclusive em *smart contracts*. O artigo investiga os riscos jurídicos, operacionais e relacionais decorrentes do desalinhamento entre essas esferas, bem como a perspectiva judicial pragmática sobre o tema. Por fim, conecta-se a discussão ao ordenamento brasileiro, demonstrando como a boa-fé objetiva e os critérios de interpretação da Lei de Liberdade Econômica (Lei nº 13.874/19) funcionam como ferramentas dogmáticas para gerir essa tensão. Conclui-se que a formalização estratégica das práticas estabelecidas é vital para mitigar

618 Mestranda na linha de pesquisa Empresa e Atividades Econômicas do Programa de Pós-Graduação em Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (UERJ). Pós-graduada em Direito Societário e Mercado de Capitais pela Fundação Getúlio Vargas (FGV-RJ). Bacharel em Direito pela Universidade do Estado do Rio de Janeiro (UERJ). Advogada e Sócia Coordenadora do Jurídico, Compliance e Sustentabilidade do Bahia Asset Management.

vulnerabilidades e garantir a segurança jurídica, sem eliminar os benefícios de eficiência da informalidade controlada.

Palavras-chave: Acordo ISDA. *Paper Deal*. *Real Deal*. Normas Relacionais. *Design* Contratual. Derivativos. Lei de Liberdade Econômica.

Abstract: This article analyzes the tension between the formally written contract (Paper Deal) and the reality of contract performance, which is guided by informal business practices (Real Deal), within the framework established by the International Swaps and Derivatives Association (ISDA) agreements. Building on relational contract theory and the implicit dimensions of agreements, the study adopts a bimodal conception of the contract to deepen the analysis of normative coexistence. A distinction is made between Relationship-Preserving Norms (RPNs) and End-Game Norms (EGNs), exploring how parties strategically choose between different contractual means to achieve their ends. The ISDA Agreement's configuration is examined as an example of modular design and structural contractualism, which facilitates this duality even in smart contracts. The article investigates the legal, operational, and relational risks arising from the misalignment between these spheres, as well as the pragmatic judicial perspective on the subject. Finally, the discussion is connected to the Brazilian legal system, demonstrating how objective good faith and the interpretation criteria of the Economic Freedom Law (Law No. 13.874/19) function as dogmatic tools to manage this tension. It is concluded that the strategic formalization of established practices is vital to mitigate vulnerabilities and ensure legal certainty, without eliminating the efficiency benefits of controlled informality.

Keywords: ISDA Agreement. *Paper Deal*. *Real Deal*. Relational Norms. Contract Design. Derivatives. Economic Freedom Law.

Sumário: Introdução. **1.** A Dualidade Fundamental do Contrato Moderno: A Escolha Estratégica entre Meios e Fins. **1.1.** A Gênese da Dualidade Contratual: Do Estudo de Macaulay às Dimensões

Implícitas. **1.2.** Convergências Teóricas: O Contrato Bimodal e a Sistematização via NPRs e NFJs. **2.** A Configuração do Acordo ISDA: O Contratualismo Estrutural e o Reconhecimento da Durabilidade. **2.1.** O Mercado de Derivativos e a Configuração Modular do Acordo ISDA. **2.2.** Como a Modularidade Facilita a Coexistência do Paper Deal e do Real Deal. **3.** A Tensão em Operação: Práticas, Riscos e a Perspectiva Judicial. **3.1.** O Real Deal na Prática: Análise de Casos de Flexibilidade e Negociação Informal. **3.2.** Os Riscos do Desalinhamento e a Perspectiva Judicial Pragmática. **4.** A Tensão Contratual no Ordenamento Brasileiro: Uma Análise sob a Ótica da Boa-Fé e da Lei de Liberdade Econômica. **4.1.** A Insuficiência do Subjetivismo e a Moderação pela Boa-Fé: A Visão Tradicional antes da Lei de Liberdade Econômica. **4.2.** A Lei de Liberdade Econômica e a Positivação dos Critérios Interpretativos Objetivos. Conclusão. Referências.

INTRODUÇÃO.

O campo dos contratos comerciais é frequentemente marcado por uma tensão fundamental entre a rigidez do clausulado contratual, que atua como lei entre as partes, consubstanciada em documentos formais e a natureza dinâmica das relações interpessoais e das práticas comerciais cotidianas. Nesse contexto, o contrato deve ser compreendido, na lição de Cesare Massimo Bianca, como o principal instrumento da autonomia privada, atuando como uma autorregulação de interesses que vincula as partes em uma esfera de liberdade juridicamente protegida[619].

Essa dicotomia, referida na literatura como a distinção entre o *Paper Deal* (acordo formal) e o *Real Deal* (acordo real), torna-se particularmente instigante e complexa quando analisada no contexto de instrumentos contratuais altamente sofisticados e padronizados do setor financeiro, como o Acordo da Associação Internacional de

619 BIANCA, C. Massimo. **Derecho Civil:** III. El Contrato. Tradução de Fernando Hinestrosa e Édgar Cortés. Bogotá: Universidad Externado de Colombia, 2007. p. 23-29.

Swaps e Derivados (Acordo ISDA), que rege parcela significativa das transações no mercado trilionário de derivativos financeiros.

A presente análise tem por objetivo investigar essa tensão no âmbito do Acordo ISDA. Argumenta-se que a coexistência do *Paper Deal* e do *Real Deal* não é uma falha ou anomalia, mas uma característica deliberada e funcional do *design* contratual moderno. Embora concebido como um *Paper Deal* idealizado, voltado à máxima clareza, padronização e alocação precisa de riscos, sua aplicação prática não se mostra imune às influências do *Real Deal*.

As interações diárias entre as partes contratantes repetidamente operam com base em normas informais, expectativas não escritas e uma flexibilidade que ultrapassa a estrutura formal rígida do texto contratual.

A relevância deste estudo reside na compreensão de como dinâmicas relacionais e normas implícitas, muitas vezes negligenciadas por análises puramente formalistas, afetam a interpretação, a execução e a gestão de riscos em contratos financeiros de elevada complexidade.

O mercado de derivativos, dada sua magnitude e papel na economia global, exige uma compreensão aprofundada não apenas das estruturas contratuais formais, mas também das práticas que moldam sua operação efetiva.

Nesse sentido, o problema central que orienta este trabalho pode ser assim formulado: de que forma as perspectivas teóricas de Stewart Macaulay sobre relações não contratuais e a distinção entre *Paper Deal* e *Real Deal*, bem como as dimensões implícitas dos contratos discutidas por Hugh Collins e David Campbell, aprimoradas por teorias contemporâneas sobre normas relacionais, *design* estratégico e estrutura contratual podem elucidar a interação entre a formalidade do Acordo ISDA e as práticas informais observadas em sua aplicação?

Quais são as implicações práticas e jurídicas dessa interação para as partes envolvidas e para a estabilidade do mercado, ao considerar inclusive as abordagens judiciais pragmáticas e os desenvolvimentos tecnológicos (*smart contracts*)?

E como o direito brasileiro, através do princípio da boa-fé, responde a essa complexa dinâmica?

Para responder a essas indagações, o objetivo geral deste artigo é analisar a tensão entre o *Paper Deal* e o *Real Deal* no contexto do Acordo ISDA, à luz das contribuições dos teóricos mencionados ao integrar diversas perspectivas.

Especificamente, busca-se: (i) contextualizar o mercado de derivativos e a função padronizadora do Acordo ISDA; (ii) apresentar os fundamentos teóricos de Macaulay, Collins e Campbell pertinentes ao tema e conectá-los com as teorias de Bernstein, Kraus e Scott, Hwang e Jennejohn e Armitage; (iii) identificar e analisar exemplos hipotéticos e casos reais de situações práticas em que o Real Deal possa emergir na aplicação do ISDA, de forma a incluir a análise da jurisprudência sob a ótica de Posner e a discussão sobre *smart contracts*; (iv) discutir os riscos e benefícios associados a essa tensão; (v) conectar a discussão ao direito brasileiro e (vi) propor reflexões sobre a necessidade de alinhamento entre as esferas formal e informal.

Para atingir os objetivos propostos, a pesquisa adota uma abordagem qualitativa e exploratória, estruturada em três eixos metodológicos complementares.

O primeiro eixo consiste em uma revisão bibliográfica narrativa, focada na construção do referencial teórico sobre a dualidade contratual. A análise parte das obras seminais de Stewart Macaulay sobre relações não contratuais e avança para as teorias contemporâneas de *design* contratual e modularidade (Hwang e Jennejohn) e bimodalidade (Armitage). Essa etapa visa compreender como a doutrina jurídica e econômica interpreta a tensão entre normas formais e informais.

O segundo eixo compreende a análise documental da configuração do Acordo ISDA (*Master Agreement*, Anexos e Definições). O exame do contrato padrão busca identificar os mecanismos de *design* (como cláusulas de *merger*, *no-waiver* e modularização) criados para blindar o *Paper Deal* contra a informalidade.

O terceiro eixo envolve um estudo de casos selecionados (*case-based research*). Não se buscou uma varredura estatística exaustiva,

mas sim uma seleção qualitativa de julgados paradigmáticos em cortes comerciais internacionais (como *Macquarie Bank* e *AS Klaveness*) e no contexto brasileiro (destacando-se o caso *Olam International*). A seleção pautou-se pelo critério da relevância material: foram escolhidos casos que ilustram explicitamente o conflito entre a regra escrita e a prática performada. Para o cenário nacional, essa análise casuística é conjugada com a hermenêutica da Lei de Liberdade Econômica (Lei nº 13.874/19), avaliando-se como os novos critérios objetivos do Código Civil dialogam com a teoria do *Real Deal*.

Este artigo está estruturado da seguinte forma: após esta introdução, o Capítulo 1 apresenta a dualidade fundamental do contrato moderno e integra as visões de Macaulay, Collins, Campbell, Armitage, Bernstein e Kraus e Scott.

O Capítulo 2 contextualiza o mercado de derivativos e o Acordo ISDA, analisa sua configuração à luz do contratualismo estrutural e do *design* modular e discute como a própria ISDA reconhece a dualidade por meio de *smart contracts*.

O Capítulo 3 examina a tensão em operação, ao apresentar exemplos e casos nos quais o *Real Deal* emerge, a análise dos riscos inerentes a essa discrepância e inclui a perspectiva judicial pragmática.

O Capítulo 4 dedica-se à análise da tensão no ordenamento jurídico brasileiro sob a ótica da boa-fé e da reforma legislativa promovida pela Lei nº 13.874/19.

Por fim, apresentam-se as principais conclusões do estudo, de forma a sintetizar os achados e manter as reflexões originais sobre alinhamento e informalidade controlada.

1. A DUALIDADE FUNDAMENTAL DO CONTRATO MODERNO: A ESCOLHA ESTRATÉGICA ENTRE MEIOS E FINS.

Compreender a tensão entre o *Paper Deal* e o *Real Deal* no contexto do Acordo ISDA exige o aprofundamento em teorias contratuais que desafiam a visão puramente formalista do direito contratual.

As obras abordadas por este estudo de Stewart Macaulay, e posteriormente de Hugh Collins e David Campbell, são essenciais para revelar as dinâmicas informais e relacionais que permeiam as práticas contratuais, mesmo em ambientes altamente estruturados. Essas bases são enriquecidas por contribuições mais recentes que ajudam a sistematizar e explicar a lógica por detrás da dualidade aqui proposta.

1.1 A GÊNESE DA DUALIDADE CONTRATUAL: DO ESTUDO DE MACAULAY ÀS DIMENSÕES IMPLÍCITAS.

Em seu estudo seminal de 1963, nomeado "*Non-Contractual Relations in Business: A Preliminary Study"*, Stewart Macaulay apresentou uma visão crítica do formalismo contratual.

Conforme aponta Macaulay[620], a análise estritamente legalista dos contratos é limitada, pois ignora a complexidade das interações comerciais reais. Nessa perspectiva, o documento formal serve apenas como um planejamento racional inicial[621].

Ele destacou que "os empresários geralmente preferem confiar na "palavra de um homem" em uma carta breve, um aperto de mão ou "honestidade e decência comuns" - mesmo quando a transação envolve exposição a sérios riscos" [622]. Essa preferência pela informalidade e pela palavra empenhada reflete o valor atribuído à reputação e à continuidade das relações em detrimento da estrita observância das cláusulas contratuais.

Macaulay também ressaltou que os contratos formais são, por vezes, considerados desnecessários ou até indesejáveis pelas partes envolvidas:

620 MACAULAY, Stewart. Non-Contractual Relations in Business: A Preliminary Study. **American Sociological Review,** v. 28, n.1, p. 55-67, fevereiro, 1963. p. 61.

621 Ibidem, p. 56.

622 O trecho correspondente na tradução é: *"businessmen often prefer to rely on 'a man's word' in a brief letter, a handshake, or 'common honesty and decency' — even when the transaction involves exposure to serious risks"*. Ibidem, p. 58.

> As conclusões preliminares indicam que os empresários frequentemente falham em planejar completamente as relações de troca e raramente utilizam sanções legais para ajustar essas relações ou resolver disputas. O planejamento e as sanções legais são frequentemente desnecessários e podem ter consequências indesejáveis.[623]

A constatação de Macaulay é frontalmente avessa a uma visão puramente formalista do direito. Ela sugere que a eficácia de uma relação comercial reside não na completude do *Paper Deal*, mas na robustez do *Real Deal*, ou seja, na capacidade das partes de resolverem disputas informalmente para preservar a continuidade dos negócios. É justamente essa lógica que opera, ainda que com riscos, no ambiente do Acordo ISDA.

As disputas, quando surgem, geralmente são resolvidas sem referência direta ao contrato ou à ameaça de sanções legais, pois "a maioria dos problemas são evitados sem recorrer a planejamento detalhado ou sanções legais porque geralmente há pouco espaço para mal-entendidos honestos ou diferenças de opinião de boa-fé sobre a natureza e a qualidade do desempenho de um vendedor" [624].

O foco aqui está na manutenção da relação entre as partes e na busca por soluções pragmáticas que permitam a continuidade dos negócios.

Ao ampliar suas observações iniciais, Macaulay, em artigo de 2003, nomeado "*The real and the paper deal: empirical pictures of relationships, complexity and the urge for transparent simple rules*", explorou mais a distinção entre o *Paper Deal* e o *Real Deal*.

623 O trecho correspondente na tradução é: *"preliminary findings indicate that businessmen often fail to plan exchange relationships completely, and seldom use legal sanctions to adjust these relationships or to settle disputes. Planning and legal sanctions are often unnecessary and may have undesirable consequences"*. Ibidem, p. 55.

624 O trecho correspondente na tradução é: *"most problems are avoided without resort to detailed planning or legal sanctions because usually there is little room for honest misunderstandings or good faith differences of opinion about the nature and quality of a seller's performance"*. Ibidem, p. 62.

Ele argumenta[625] que, na prática comercial, o *Real Deal* frequentemente modifica, complementa e, por vezes, até mesmo suprime o *Paper Deal*. Essa dinâmica surge porque o *Real Deal* oferece a flexibilidade necessária para lidar com circunstâncias imprevistas e garantir a continuidade eficiente da relação comercial[626].

Ele observa que "muitas vezes, porém, o acordo em papel não refletirá o acordo real: uma redação pode ser inconsistente com as expectativas reais das partes" [627]. Há, de fato, um texto nas entrelinhas, um conjunto de expectativas e entendimentos não escritos que são cruciais para o funcionamento da relação[628].

Segundo Macaulay, os tribunais americanos frequentemente buscaram proteger essas expectativas reais, mesmo quando o texto escrito não as menciona ou é inconsistente com elas[629]. Isso reflete um reconhecimento implícito de que os contratos são entidades vivas, não estáticas, que evoluem com a relação[630] e exigem que "o cumprimento das obrigações contratuais muitas vezes será prolongado no tempo e exigirá a cooperação ativa de ambas as partes" [631].

Nesse processo, "embora as partes possam modificar o contrato escrito, muitas vezes não se envolvem em uma renegociação explícita. Em vez disso, fazem ajustes à medida que tentam lidar com as demandas do acordo original e a nova situação" [632].

---

625 MACAULAY, Stewart. The real and the paper deal: empirical pictures of relationships, complexity and the urge for transparent simple rules. **The Modern Law Review**, v. 66, n.1, p. 44-79, janeiro, 2003. p. 47.

626 Ibidem, p. 65.

627 O trecho correspondente na tradução é: *"often, however, the paper deal will not reflect the real deal: a writing can be inconsistent with the actual expectations of the parties"*. Ibidem, p. 44.

628 Ibidem, p. 47.

629 Ibidem, p. 45.

630 Ibidem, p. 65.

631 O trecho correspondente na tradução é: *"the performance of contractual obligations often will be prolonged in time and require the active cooperation of both parties"*. Ibidem, p. 47.

632 O trecho correspondente na tradução é: *"while parties can modify their written contract, often they do not engage in an explicit renegotiation. Rather, they make adjustments*

Em suma, o autor demonstra que a estabilidade das relações comerciais não emana da rigidez das cláusulas contratuais, mas da capacidade das partes de navegar o texto nas entrelinhas. Ao privilegiar o *Real Deal*, os agentes econômicos priorizam a função econômica e a continuidade do vínculo em detrimento da forma jurídica pura.

Portanto, o intérprete do Direito deve reconhecer que o documento escrito atua, muitas vezes, apenas como um roteiro inicial, cuja eficácia depende intrinsecamente das adaptações informais e da cooperação mútua que ocorrem à margem do papel.

Ao seguir uma linha de pensamento convergente com a de Macaulay, mas com foco nas dimensões implícitas dos contratos, Hugh Collins e David Campbell, em artigo de 2003, nomeado "*Discovering the implicit dimensions of contracts*" também enfatizam a importância de olhar além do texto formal do contrato.

Conforme a análise crítica de Campbell e Collins[633], a compreensão moderna do fenômeno contratual deve transcender a visão clássica de um evento estático e isolado, e passa a concebê-lo como um processo dinâmico e uma relação que se desenvolve continuamente ao longo do tempo.

Nessa perspectiva, a interpretação jurídica não pode se restringir à literalidade do instrumento formal; é imperativo considerar as dimensões implícitas que sustentam a transação[634]. Tais dimensões englobam as práticas habituais do setor, o contexto socioeconômico da avença e, fundamentalmente, os deveres de cooperação e boa-fé entre as partes[635].

São esses elementos tácitos que, na prática, conferem eficácia ao negócio, orientam o comportamento dos contratantes e preenchem

---

as they attempt to cope with the demands of the original agreement and the new situation". Ibidem.

633 COLLINS, Hugh; CAMPBELL, David. Discovering the implicit dimensions of contracts. In: WIGHTMAN, John; CAMPBELL, David; COLLINS, Hugh (Coord.). **Implicit Dimensions of Contract: Discrete, Relational, and Network Contracts.** Oxford: Hart Publishing Ltd., 2003, p. 25-26.

634 Ibidem, p. 34.

635 Ibidem, p. 33.

lacunas de entendimento que o texto escrito, por si só, é incapaz de capturar plenamente[636].

Os autores afirmam que "os advogados reconhecem que as relações contratuais vão além do acordo e da contraprestação. Eles entendem que existem outras dimensões nas transações comerciais, como negociação justa, boa-fé e cooperação" [637].

Segundo eles, a prática de contratar "[...] depende da presença de confiança, entendimentos implícitos e convenções compartilhadas estabelecidas pela prática comercial" [638]. Eles argumentam que os contratos relacionais " dependem [...] de um conjunto de obrigações implícitas difusas que não são, nem podem ser expressas por compromissos contratuais formais" [639].

Portanto, a interpretação contratual exige uma análise contextual:

> Nosso argumento central [...] é que o raciocínio jurídico sobre contratos deve se envolver com as dimensões implícitas das relações contratuais. [...] Em muitos casos, especialmente em casos recentes, os tribunais reconhecem abertamente que, para interpretar um documento escrito, devem examinar essas dimensões implícitas da relação, ou seja, a "matriz de fatos".[640]

636 Ibidem, p. 38.

637 O trecho correspondente na tradução é: *"lawyers appreciate that there is more to contractual relationships than agreement and consideration. They understand that there are other dimensions to commercial transactions, such as fair dealing, good faith and co-operation"*. Ibidem, p. 25.

638 O trecho correspondente na tradução é: *"[...] relies upon the presence of trust, implicit understandings and shared conventions established by trade practice"*. Ibidem.

639 O trecho correspondente na tradução é: *"rely [...] on a set of diffuse implicit obligations that are not, and cannot be, expressed by formal contractual undertakings"*. Ibidem, p. 26.

640 O trecho correspondente na tradução é: *"Our central argument [...] is that legal reasoning about contracts must engage with the implicit dimensions of contractual relationships. [...] In many cases, recent cases in particular, the courts openly acknowledge*

A contribuição de Collins e Campbell, ao destacar as dimensões implícitas nas relações contratuais, representa um avanço significativo na compreensão contemporânea dos contratos.

Ao deslocar o foco de uma análise jurídica estrita para um modelo interpretativo mais abrangente, fundamentado na contextualização dos fatos e na relevância de normas sociais não codificadas, os autores desafiam a tradicional rigidez do paradigma contratual clássico.

Nesse contexto, sua abordagem enfatiza a importância de uma hermenêutica sensível à dinâmica relacional e às normas que não estão codificadas, de cunho social.

Essa visão relacional converge com a doutrina clássica de Clóvis V. do Couto e Silva, para quem a obrigação deve ser visualizada como um processo[641]. Sob essa ótica, o contrato não se esgota na literalidade do *Paper Deal*, mas se desenvolve como um conjunto de atos coordenados entre as partes, orientados pelo princípio da boa-fé, que estabelece um elo de cooperação[642] para o atingimento do fim comum e de uma tarefa suprapessoal[643].

1.2 CONVERGÊNCIAS TEÓRICAS: O CONTRATO BIMODAL E A SISTEMATIZAÇÃO VIA NPRS E NFJS.

As perspectivas de Stewart Macaulay, Hugh Collins e David Campbell, apesar de partirem de ênfases ligeiramente diferentes, convergem na crítica ao formalismo contratual e na valorização das dinâmicas informais e relacionais.

Os autores supra demonstram que uma análise puramente formalista é insuficiente para capturar a totalidade das interações contratuais. Como afirmam Campbell e Collins:

---

that in order to interpret a written document they must examine these implicit dimensions of the relationship, that is the 'matrix of fact'". Ibidem, p. 32.

641 SILVA, Clóvis V. do Couto e. **A obrigação como processo.** Rio de Janeiro: Editora FGV, 2006, p. 23.

642 Ibidem, p. 33.

643 Ibidem, p. 34.

> A estrutura da análise clássica sempre parte do pressuposto de que o raciocínio jurídico não precisa incorporar referências a dimensões implícitas. À medida que o raciocínio avança, contudo, exceções e qualificações se insinuam para subverter a ênfase exclusiva na relação contratual explícita por meio de referências ao seu contexto social e aos entendimentos implícitos gerados por esse contexto.[644]

A dualidade acima afirmada é corroborada inclusive por análises mais recentes, como a de Matthew Armitage, que propõe o conceito de contrato bimodal para descrever o Acordo ISDA. Em um contrato bimodal, de um lado, existem cláusulas de natureza mecânica (ligadas ao *Paper Deal*) e de outro, cláusulas que dependem de comportamentos, de boa-fé e razoabilidade comercial[645] (ligadas ao *Real Deal*).

Adicionalmente, a dualidade não seria um conflito e sim uma característica estrutural do contrato e pode ser compreendida de forma mais sistemática através da teoria de Lisa Bernstein.

Ao estudar sobre sistemas de adjudicação mercantil em seu texto "*Merchant Law in a Merchant Court: Rethinking the Code's Search for Immanent Business Norms"*, de 1996, Bernstein identifica e distingue empiricamente dois conjuntos normativos. De um lado, existem as Normas de Preservação do Relacionamento (NPRs), que são "as normas que os transatores escolhem seguir quando resolvem disputas cooperativamente entre si e querem preservar sua relação"[646].

---

644 O trecho correspondente na tradução é: *"The framework of the classical analysis always commences with the assumption that legal reasoning need not incorporate reference to implicit dimensions. As the reasoning proceeds, however, exceptions and qualifications creep in to subvert the exclusive emphasis on the explicit, discrete contractual relationship through references to its social context and the implicit understandings generated by that context"*. COLLINS; CAMPBELL, op. cit., p. 27.

645 ARMITAGE, Matthew. Neither relational nor discrete: the ISDA Master Agreement as a bimodal contract. **Capital Markets Law Journal,** v. 17, n. 3, p. 317-333, 2022, p. 318.

646 O trecho correspondente na tradução é: *"...norms that transactors choose to follow when they cooperatively resolve disputes among themselves and want to preserve their relationship ('relationship-preserving norms,' or 'RPNs')"* (BERNSTEIN, Lisa. Merchant

Elas são as práticas de cunho flexível e cooperativas do dia a dia, a essência do *Real Deal* de Macaulay e das dimensões implícitas de Collins e Campbell. De outro, há as Normas de Fim de Jogo (NFJs), que correspondem aos "termos... que os transatores gostariam que um terceiro neutro aplicasse em uma situação onde eles não foram capazes de resolver cooperativamente uma disputa e viam sua relação como estando em um estágio de fim de jogo" [647]. Estas se alinham aos termos escritos dos contratos, o *Paper Deal* e às cláusulas mecânicas de Armitage.

Bernstein ressalta, com base em evidências empíricas, que os comerciantes podem implicitamente não desejar que "as NPRs... sejam usadas para resolver disputas quando a relação está em um estágio de fim de jogo"[648]. As partes, portanto, navegam conscientemente entre esses dois conjuntos normativos.

A coexistência do *Real Deal* e *Paper Deal*, bem como das NPRs e das NFJs não são acidentais, muito menos contraditórias. São escolhas deliberadas de *design* contratual. Jody Kraus e Robert Scott fornecem uma ferramenta analítica crucial para entender a escolha, ao argumentar que a "tese central deste artigo é que o regime atual de adjudicação de contratos confunde os meios contratuais das partes com seus fins contratuais"[649].

Os fins (*contractual ends*) são os objetivos gerais do negócio (lucro, alocação de risco), enquanto os meios (*contractual means*) são

---

Law in a Merchant Court: Rethinking the Code's Search for Immanent Business Norms. **University of Pennsylvania Law Review**, v. 144, p. 1765-1821, 1996, p. 1796).

647 O trecho correspondente na tradução é: *"...norms that transactors would want a third-party neutral to apply in a situation where they were unable to cooperatively resolve a dispute and viewed their relationship as being at an end-game stage ('end-game norms,' or 'EGNs')"*. Ibidem, p. 1796.

648 O trecho correspondente na tradução é: *" do not necessarily want the RPNs they follow during the cooperative phase of their relationship to be used to resolve disputes when their relationship is at an end-game stage"*. Ibidem, p. 1798.

649 O trecho correspondente na tradução é: *"The thesis of this Article is that the current regime of contract adjudication conflates the parties' contractual means with their contractual ends."* (KRAUS, Jody S.; SCOTT, Robert E. Contract design and the structure of contractual intent. **New York University Law Review**, New York, v. 84, n. 4, p. 1023-1104, out. 2009. p. 1026).

as ferramentas específicas, as estratégias contratuais que as partes escolhem para alcançar esses fins[650].

A escolha por um *Paper Deal* rígido e com NFJ, ao utilizar regras precisas em lugar de vagas, é uma escolha deliberada. As partes optam por esse meio para alcançar um fim específico, como a alocação clara e inequívoca de riscos, que minimiza custos de verificação judicial e aproveita sua "vantagem informacional em saber seus fins contratuais e [ter] os incentivos corretos para escolher os melhores meios para alcançá-los"[651].

Ao mesmo tempo, as partes podem escolher o *Real Deal* e optar por NPR como outro meio, de natureza relacional, para gerir a complexidade e a incerteza do dia a dia do relacionamento de forma eficiente e com menor custo.

Um tribunal que ignora completamente o meio formal (o *Paper Deal* / NFJ) para tentar impor diretamente o fim percebido do negócio (o *Real Deal*/ NPR), acaba por destruir a própria configuração de incentivos e a "capacidade das partes de implementar as estratégias de *design* de contrato mais eficientes disponíveis para elas"[652].

Essa divisão estratégica é fundamental porque, como explicam Kraus e Scott, as partes buscam otimizar os custos totais de contratação (ao combinar custos *ex ante* de negociação e custos *ex post* de litígio)[653]. Elas fazem isso de duas maneiras: "escolhendo entre meios de execução legais e relacionais"[654] e, dentro dos meios legais, "escolhendo entre termos contratuais vagos ou precisos"[655] (padrões vs. regras).

---

650 Ibidem, p. 1026.

651 O trecho correspondente na tradução é: *"...informational advantage (they know their contractual ends and have the right incentives to choose the best means to achieve them ..."*, Ibidem, p. 1071.

652 O trecho correspondente na tradução é: *"...permits sophisticated commercial parties to implement the most efficient contract design strategies available to them."* Ibidem, p. 1028.

653 Ibidem, p. 1031.

654 Ibidem, p. 1028.

655 Ibidem, p. 1030.

A escolha por *enforcement* relacional (NPR / *Real Deal*) é ótima quando a informação determinante é observável pelas partes, mas não facilmente verificável por um tribunal. Ignorar essa escolha deliberada por não-verificabilidade judicial é minar a própria racionalidade do *design* contratual.

2. A CONFIGURAÇÃO DO ACORDO ISDA: O CONTRATUALISMO ESTRUTURAL E O RECONHECIMENTO DA DURABILIDADE.

2.1. O MERCADO DE DERIVATIVOS E A CONFIGURAÇÃO MODULAR DO ACORDO ISDA.

O mercado global de derivativos constitui um dos segmentos mais amplos e dinâmicos do sistema financeiro internacional, movimenta trilhões de dólares[656] e desempenha funções cruciais na economia mundial, conforme brevemente mencionado abaixo.

Derivativos são instrumentos financeiros cujo valor é proveniente de um ativo subjacente, que pode ser, por exemplo, uma mercadoria (*commodity*), taxa de juros, moeda, ação ou índice[657]. Suas principais funções[658] incluem a proteção contra riscos de mercado (hedge), a especulação sobre movimentos futuros de preços e a arbitragem, que visa lucrar com diferenciais de preços entre distintos mercados.

Dada sua natureza e os volumes envolvidos, a clareza e a segurança jurídica nas operações com derivativos são imperativas. Antes da adoção ampla de padrões contratuais, o mercado enfrentava

656 Disponível em: https://www.bis.org/publ/otc_hy2405.htm. Acesso em: 28 maio 2025.

657 NETO, Alexandre Assaf. **Mercado Financeiro**. 15ª edição. Barueri [SP]: Atlas, 2021, p. 321.

658 Segundo o Portal do Investidor da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), a negociação de contratos derivativos possui três objetivos principais: o *hedge* (funciona como um seguro para proteção contra variações futuras de preços), a especulação (assunção de riscos visando lucro, desempenhando o papel fundamental de conferir liquidez ao mercado) e a arbitragem (estratégia para obter ganhos econômicos aproveitando discrepâncias momentâneas de preços em mercados diferentes). Disponível em: https://www.gov.br/investidor/pt-br/investir/tipos-de-investimentos/derivativos/para-que-servem-os-derivativos.

desafios significativos, como altos riscos de contraparte, ou seja, o risco de que uma das partes não cumprisse com suas obrigações, e inconsistências contratuais que geravam incertezas de interpretação jurídica[659].

Nesse cenário, a fundação da associação ISDA em 1985 representou um marco[660] para o desenvolvimento de uma consolidação contratual para a negociação de derivativos. A ISDA desenvolveu o Acordo Global, um contrato padronizado que se tornou a espinha dorsal para a documentação de operações com derivativos no mercado de balcão[661] (*over-the-counter* - OTC) em escala global.

Inclusive, o mercado *over-the-counter* - OTC, ambiente onde o Acordo ISDA predomina, foi apontado por estudos acadêmicos como um dos importantes causadores da crise financeira de 2007/2008. Antes da crise, os derivativos de crédito negociados neste mercado cresceram exponencialmente, saltando de US$ 5 trilhões em 2004 para mais de US$ 51 trilhões em 2007[662], o que culminou em operações feitas de forma descentralizada e pouco transparentes, onde as exposições a riscos eram desconhecidas pela maior parte do mercado.

Os derivativos de balcão são negociados diretamente entre as partes[663], fora do ambiente de bolsa, o que permite maior grau de personalização e flexibilidade para atender às necessidades específicas dos contratantes.

---

659 HARDING, Paul. **Mastering the ISDA master agreements (1992 and 2002): a practical guide for negotiation**. 3. ed. Harlow, England; New York: Financial Times/ Prentice Hall, 2010. p. 18.

660 Disponível em: https://www.isda.org/about-isda/. Acesso em: 28 maio 2025.

661 De acordo com Alexandre Assaf Neto, o mercado de balcão é aquele no qual as operações são realizadas pelos investidores fora do ambiente das bolsas de valores. (NETO, Alexandre Assaf, op. cit., p. 103).

662 NIEMEYER NETO, Luiz Moraes de; SILVEIRA, Marina Fernandes da. **O BIS e o mercado de balcão (OTC), o impacto da crise de 2007/2008 nas regulações: mais do mesmo ou uma descontinuidade sustentada?**. OIKOS, Rio de Janeiro, v. 22, n. 3, p. 20-36, 2023, p. 25.

663 BARRERA, Ligia Catherine Arias. Introductory Aspects on Financial Derivatives Market: ISDA Master Agreement Dealing with Legal Risk?. **Revista E-Mercatoria**, v. 11, n. 1, p.454-477, 2012. p. 454.

O Acordo ISDA representa a manifestação do *Paper Deal* idealizado para este mercado. Sua estrutura[664] é composta pelo documento principal (o Acordo Global), que estabelece os termos jurídicos gerais aplicáveis a todas as transações entre as partes; um Anexo, que permite às partes personalizar e complementar as cláusulas padrão; as Confirmações específicas de cada operação, que detalham os termos econômicos e operacionais de cada transação; e, frequentemente, um Anexo de Suporte de Crédito, que regula a troca de garantias com o objetivo de mitigar o risco de crédito.

O objetivo dessa configuração contratual bem desenhada e abrangente é assegurar clareza, padronização e uma alocação precisa de riscos[665], como aqueles associados ao inadimplemento e à compensação de pagamentos.

Busca-se, assim, minimizar incertezas e a probabilidade de litígios, e se alcança o ápice da formalização no mercado de derivativos. Conforme observa Macaulay, a dinâmica empresarial impõe limites práticos à negociação: empresas que processam milhares de pedidos semanalmente não dispõem de tempo para debater os detalhes de cada operação, o que restringe o planejamento contratual mais aprofundado a transações que fogem dessa rotina ordinária[666].

Ao complementar essa perspectiva, Campbell e Collins explicam que o contrato escrito, geralmente produzido por advogados, desempenha inicialmente uma função probatória ao registrar os aspectos explicitamente negociados do acordo[667].

Contudo, o papel central desse documento formal reside no planejamento detalhado de contingências, ao servir para efetivar a alocação de riscos e especificar os remédios jurídicos aplicáveis em caso de inadimplemento, elementos que as partes, por si sós, muitas

664 Disponível em: https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/Glossary/PracticalLaw/parties%20add%20to%20or,the%20ISDA%20Master%20and%20Schedule. Acesso em: 28 maio 2025.

665 TOYOHARA, Roberto Takeo. **Risco jurídico nos contratos financeiros internacionais para os mercados emergentes**. São Paulo: EAESP/FGV, 2003, p. 15-16.

666 MACAULAY, 2003, op. cit., p. 46.

667 COLLINS; CAMPBELL, op. cit., p. 37.

vezes não teriam discutido em detalhes[668]. Apesar desse elevado grau de formalização, a prática cotidiana das operações regidas pelo Acordo ISDA revela que o *Real Deal* continua relevante.

A análise do Acordo ISDA ganha profundidade ao se considerar a forma como ele foi estruturado. Conforme a teoria do contratualismo estrutural de Cathy Hwang e Matthew Jennejohn, "a forma como um contrato é montado importa em cada parte do ciclo de vida desse contrato: *design*, execução e *enforcement*"[669].

O argumento é de que os contratos modernos, como os que governam os derivativos financeiros, "tornaram-se estruturalmente complexos e interconectados"[670].

O Acordo ISDA é um exemplo paradigmático de *design* modular, uma das duas principais estratégias (modular vs. integrada) para gerenciar a complexidade.

A estratégia modular "gerencia a complexidade, primeiro, subdividindo o sistema em muitos módulos separados e amplamente autocontidos... e, em seguida, conecta os módulos de volta em um sistema maior, usando uma interface padrão"[671]. A interface é definida como uma "maneira preestabelecida de resolver conflitos potenciais entre partes interativas de um design... como um tratado entre dois ou mais subelementos" [672].

Como é explicitamente apontado ao discutir exemplos de *design* modular, "um dos exemplos mais dramáticos... é encontrado

668 COLLINS; CAMPBELL, op. cit., p. 38.

669 O trecho correspondente na tradução é: *"Contractual structuralism is the simple (yet thus far unexplored) idea that how a contract is put together matters in every part of that contract's life cycle: design, performance, and enforcement."* (HWANG, Cathy; JENNEJOHN, Matthew. Deal Structure. **Northwestern University Law Review**, v. 113, n. 2, p. 279-330, 2018, p. 284).

670 O trecho correspondente na tradução é: *"Modern commercial contracts... have become structurally complex and interconnected"*. Ibidem, p. 279.

671 O trecho correspondente na tradução é: *"First, the system is subdivided into many separate, self-contained modules... Finally, the system connects the modules back together into a larger system using a standard interface"*. Ibidem, p. 302.

672 O trecho correspondente na tradução é: *"...interface as a 'preestablished way to resolve potential conflicts between interacting parts of a design. It is like a treaty between two or more subelements'"*. Ibidem, p. 302.

no mercado de derivativos over-the-counter ('OTC') ... O Master Agreement altamente padronizado atua como a interface para uma variedade de acordos subsidiários, que são os módulos"[673].

O Anexo e as Confirmações de cada operação são esses módulos, que "permitem às partes... customizar seu acordo"[674] sem alterar o núcleo duro do contrato (a interface). Essa estrutura permite, por exemplo, que "ajustes... em resposta a flutuações diárias do mercado [sejam feitos] sem renegociar todas as regras básicas que governam seu relacionamento"[675].

Em suma, a análise do Acordo ISDA sob a ótica do contratualismo estrutural evidencia como o *design* modular oferece uma resposta eficiente à crescente complexidade e interconexão dos contratos modernos.

Ao instituir o *Master Agreement* como uma interface padronizada e estável, o sistema permite que as partes segreguem as regras fundamentais das especificidades comerciais e deleguem a customização para módulos subsidiários (Anexos e Confirmações).

Essa configuração não apenas organiza a relação jurídica, mas reduz drasticamente os custos de transação ao permitir adaptações ágeis às flutuações de mercado sem a necessidade de renegociar as bases estruturais do acordo a cada nova operação.

673 O trecho correspondente na tradução é: *"One of the most dramatic examples of a modular contract system is found in the market for over-the-counter (OTC) derivatives... The highly standardized Master Agreement acts as the interface for a variety of subsidiary agreements, which are modules"*. Ibidem, p. 307-308.

674 O trecho correspondente na tradução é: *"Through those subsidiary agreement modules, parties can and do customize their deal"*. Ibidem, p. 308.

675 O trecho correspondente na tradução é: *"...allows parties to adjust their exchanges in response to day-to-day market fluctuations without renegotiating all of the ground rules governing their relationship"*. Ibidem, p. 309.

2.2. COMO A MODULARIDADE FACILITA A COEXISTÊNCIA DO *PAPER DEAL* E DO *REAL DEAL*.

A configuração modular do ISDA permite que ele seja classificado dogmaticamente como um contrato-quadro (ou contrato-mestre), categoria fundamental no direito civil para relações de longa duração. Conforme a clássica lição de José A. Engrácia Antunes, os contratos-quadro caracterizam-se por serem aqueles que instituem o quadro organizatório e o programa normativo comum aplicável a um conjunto de múltiplos contratos futuros (a exemplo do que ocorre nos contratos de concessão comercial ou franquia)[676].

Nessa estrutura, a dualidade funcional não se manifesta apenas entre o papel e a prática, mas sim entre dois níveis de *Paper Deal*: um de natureza estrutural e duradoura (o *Master Agreement*) e outro de natureza executiva e transitória (as *Confirmations*).

O Acordo Global consagra as Normas de Fim de Jogo (NFJs), cujas regras são desenhadas para garantir segurança jurídica em cenários de ruptura. Por outro lado, a modularidade permite que "ajustes dentro de um módulo [sejam feitos] sem perturbar o resto do sistema"[677]. É nesse segundo nível formal, o *Paper Deal* de curta duração, que as partes vertem as especificidades econômicas de cada operação.

O *Real Deal* não tensiona a estrutura contratual fixada, mas opera nos interstícios da sua execução, como prática complementar e não contraditória. As práticas informais e a tolerância operativa preenchem os espaços entre o rigor do *Master* e a agilidade das *Confirmations*, garantindo que o sistema responda às demandas de mercado sem comprometer a estabilidade da interface geral.

Assim, a disciplina contratual fixada não se opõe ao comportamento das partes, mas o organiza em estratos. O primeiro nível de *Paper Deal* (o *Master*) estabelece a moldura de segurança para

676 ANTUNES, José A. Engrácia. **Direito dos contratos comerciais**. 3. reimpr. Coimbra: Almedina, 2014, p. 108-109, nota 143.

677 O trecho correspondente na tradução é: *"... adjustments within a module without disturbing the rest of the system"*. HWANG; JENNEJOHN, op. cit., p. 309.

o fim de jogo, enquanto o segundo nível (*Confirmations*) confere a agilidade necessária para o curto prazo.

Nesse arranjo, parte do que poderia ser lido como tensão entre *Paper* e *Real Deal* é, na verdade, absorvida pela própria modularidade interna do contrato-quadro. A tensão estrutural entre os dois níveis de *Paper Deal* é resolvida pelo próprio *design* modular; a tensão genuína entre formalidade e informalidade, porém, não desaparece: ela se desloca para um terceiro nível, o das práticas operacionais que escapam tanto ao Master quanto às *Confirmations*, e que serão examinadas no capítulo seguinte.

Sob a perspectiva jusfilosófica de Claus-Wilhelm Canaris, o sistema jurídico é compreendido como uma totalidade ordenada[678] e uma unidade de sentido[679]. Aplicando essa premissa metodológica ao contrato em análise, é possível sustentar que a interface estável do *Master Agreement* e a flexibilidade dos módulos subsidiários não operam de forma isolada, mas compõem uma ordem sistemática voltada à previsibilidade e à segurança[680] do mercado de derivativos.

A ISDA, em sua iniciativa de estudar e desenvolver o Acordo ISDA em *smart contracts,* que são "programas de computador que operam em uma plataforma descentralizada e que, eventualmente, são utilizados para automatizar e executar contratos em sentido jurídico"[681], oferece evidência do reconhecimento da coexistência do *Paper Deal* e do *Real Deal* por meio da categorização de cláusulas em operacionais e não operacionais:

678 CANARIS, Claus-Wilhelm. **Pensamento Sistemático e Conceito de Sistema na Ciência do Direito.** Tradução de A. Menezes Cordeiro. Lisboa: Fundação Calouste Gulbenkian, 1989. p. 11.

679 Ibidem, p. 14.

680 Ibidem, p. 22.

681 CARDOSO, Stephanie Trindade. **Contratos eletrônicos descentralizados e smart contracts**: **caracterização e aplicação da nova categoria contratual e sua relação com contratos inteligentes e blockchain.** Londrina: Thoth, 2025, p. 31.

> Parte de nossa atribuição é considerar a semântica de um contrato — ou seja, qual é o "significado" de um contrato? Vemos um contrato jurídico como tendo dois aspectos: 1. Os aspectos operacionais: são as partes do contrato que desejamos automatizar, que geralmente derivam da consideração de ações precisas a serem tomadas pelas partes e, portanto, estão relacionadas à execução do contrato. 2. Os aspectos não operacionais: são as partes do contrato que não desejamos (ou não podemos) automatizar. [...] Por exemplo, com os aspectos operacionais, podemos querer comparar uma análise semântica do contrato com uma análise semântica do código de computador [...] isso poderia ser usado no início do ciclo de vida de desenvolvimento para aumentar a confiança e reduzir o esforço de teste e depuração. Em contrapartida, para os aspectos não operacionais do contrato, podemos querer realizar uma série de análises semânticas diferentes — por exemplo, para analisar diferentes formas de risco associadas a um contrato. Um contrato pode ser composto por vários documentos, e o processo pelo qual esses documentos são acordados pode ser complexo. A semântica dos aspectos não operacionais de contratos até mesmo bastante simples pode ser muito extensa e complexa, mas, em contrapartida, a semântica dos aspectos operacionais pode ser simples e facilmente codificada para automação. Os aspectos operacionais de um contrato normalmente ditam o cumprimento bem-sucedido do contrato até sua conclusão. Se surgir uma disputa, os aspectos não operacionais do contrato normalmente ditarão o que acontece a seguir — ou seja, no contexto dos direitos e obrigações das partes, a especificação das reparações que serão aplicadas em caso de cumprimento parcial ou descumprimento do contrato por uma das partes. [682]

682 O trecho correspondente na tradução é: *"Part of our remit is to consider the semantics of a contract — i.e. what is the "meaning" of a contract? We view a legal contract as having two aspects: 1. The operational aspects: these are the parts of the contract that we wish to*

Dessa forma, a distinção feita pela ISDA forçada pela tecnologia pode ser vista como reconhecimento explícito dos idealizadores do *Paper Deal* de que o acordo possui uma dimensão que não poderá ser capturada por uma lógica puramente automatizada, ou seja, essa dimensão é o *Real Deal*.

A distinção da ISDA entre aspectos operacionais (automatizáveis) e não operacionais (subjetivos) serve como a admissão definitiva da indústria: o *Paper Deal* pode ser transformado em código, mas o *Real Deal* que envolve julgamento, tolerância e contexto, permanece uma competência irredutivelmente humana, resistente à algoritmização total.

3. A TENSÃO EM OPERAÇÃO: PRÁTICAS, RISCOS E A PERSPECTIVA JUDICIAL.

Apesar da robustez e da intenção de completude do Acordo ISDA como um *Paper Deal*, a realidade operacional do mercado de derivativos é permeada por práticas informais que constituem o *Real Deal*.

---

automate, which typically derive from consideration of precise actions to be taken by the parties and therefore are concerned with performing the contract. 2. The non-operational aspects: these are the parts of the contract that we do not wish to (or cannot) automate. [...] For example, with the operational aspects we may wish to compare a semantic analysis of the contract with a semantic analysis of the computer code [...] this could be used early in the development lifecycle to increase confidence and reduce testing and debugging effort. By contrast, for the non-operational aspects of the contract we may wish to conduct a range of different semantic analyses — e.g. to analyse different forms of risk associated with a contract. A contract may comprise several documents, and the process by which these documents are agreed may be complex. The semantics of the non-operational aspects of even quite straightforward contracts can be very large and complex, yet by contrast the semantics of the operational aspects might be simple and easily encoded for automation. The operational aspects of a contract would typically dictate the successful performance of the contract to completion. If a dispute arises, then the non-operational aspects of the contract would typically dictate what happens next — i.e. in the context of the rights and obligations of the parties, the specification of what remedies shall be applied in the case of contract partial-performance or non-performance by one party." (CLACK, Christopher D.; BAKSHI, Vikram A.; BRAINE, Lee. **Smart Contract Templates**: foundations, design landscape and research directions. [S. l.]: arXiv, 2017, p. 5).

Essas práticas não negam a importância do contrato formal, mas frequentemente o complementam, adaptam ou até mesmo o suplantam em situações específicas, com o objetivo de alcançar eficiência, flexibilidade e a preservação das relações comerciais.

Campbell e Collins argumentam que, frequentemente, as partes operam sob o entendimento tácito de que as disposições contratuais mais rígidas não serão invocadas automaticamente e privilegiam a cooperação mútua para a resolução de impasses[683]. O *Real Deal*, nesse sentido, preenche lacunas e adapta a aplicação do Acordo ISDA sem necessariamente contestar sua validade fundamental.

3.1. O REAL DEAL NA PRÁTICA: ANÁLISE DE CASOS DE FLEXIBILIDADE E NEGOCIAÇÃO INFORMAL.

O *Real Deal* emerge em diversas situações práticas no contexto do Acordo ISDA, elencadas abaixo.

A primeira situação prática é a resolução informal de disputas. O Acordo ISDA, notadamente no Acordo Global, em sua cláusula de lei aplicável e foro, estabelece mecanismos formais para a resolução de disputas, e inclui a escolha da lei aplicável e da jurisdição competente.

No entanto, no cotidiano das operações, pequenas divergências ou problemas operacionais são frequentemente resolvidos por canais informais. Por exemplo, um desacordo sobre o cálculo de um pagamento de um derivativo específico, que poderia, em tese, escalar para um litígio formal, pode ser solucionado através de trocas de e-mails, telefonemas e negociações diretas entre as equipes operacionais das instituições financeiras.

Macaulay já observava que "se algo acontecer, você liga para a outra pessoa e resolve o problema. Vocês não leem cláusulas contratuais legalistas um para o outro se quiserem fazer negócios novamente"[684].

683 COLLINS; CAMPBELL, op. cit., p. 39.

684 O trecho correspondente na tradução é: *"If something comes up, you get the other man on the telephone and deal with the problem. You don't read legalistic contract clauses at*

O *Real Deal* demonstra sua eficiência ao resolver rapidamente problemas que, se tratados estritamente dentro do *Paper Deal*, seriam custosos, demorados e potencialmente prejudiciais para a relação comercial.

A segunda situação prática é a flexibilidade em notificações e pagamentos. Também no Acordo Global, há o detalhamento dos procedimentos formais para o envio e recebimento de notificações, de maneira a especificar os meios aceitáveis e os momentos em que se tornam efetivas, especialmente para eventos críticos como, por exemplo, situações de inadimplemento.

Contudo, na prática diária, a comunicação entre as partes frequentemente poderá ocorrer de maneira mais ágil e informal, através de telefonemas ou e-mails não formalizados, para discutir eventos, alinhar entendimentos ou tomar decisões preemptivas, em vez de seguir rigorosamente os requisitos de notificação formal.

Essa informalidade pode gerar ambiguidades sobre quando e como uma notificação foi efetivamente dada, e criar um descompasso entre o *Paper Deal* e o *Real Deal*.

Sob a perspectiva de Macaulay[685], a confiança e a rapidez na comunicação informal tendem a predominar, a menos que a situação envolva um conflito grave ou uma alta relevância jurídica que exija o cumprimento estrito das formalidades.

Similarmente, o Acordo ISDA, em seu Acordo Global, estabelece a obrigação de cada parte efetuar os pagamentos e entregas conforme especificado nas Confirmações. A falha no pagamento é considerada um evento de inadimplemento, sujeito a um breve período de cura após notificação.

Apesar dessa clareza formal, é comum no mercado a tolerância a pequenos atrasos de pagamento (notadamente uma NPR), especialmente se decorrentes de erros operacionais ou feriados bancários não previstos para ambas as partes e que não configurem má-fé.

---

each other if you ever want to do business again". MACAULAY, 1963, p.61.

685 MACAULAY, 1963, p. 61, 64-65.

Por exemplo, um pagamento de derivativo processado com um dia de atraso devido a um feriado bancário inesperado em uma das jurisdições envolvidas, que não está devidamente refletido como dia útil no contrato, pode não levar a contraparte a declarar imediatamente um evento de inadimplemento.

Essa tolerância visa preservar a relação comercial. Macaulay[686] destaca que evitar inadimplemento imediato por questões menores fortalece a confiança e o relacionamento duradouro. Ele argumenta que somente quando a relação está próxima do fim é que uma parte pode insistir nos termos estritos do contrato para justificar o término de suas obrigações.

Collins e Campbell[687] enfatizariam que a prática de mercado e a expectativa de boa-fé aceitam a ocorrência de erros operacionais, e a tolerância, desde que não haja prejuízo material ou indício de má-fé, é uma dimensão implícita da relação.

Embora pragmática, essa abordagem afeta a gestão de riscos, pois a tolerância excessiva ou não documentada pode criar precedentes ou incertezas. No entanto, uma tolerância cuidadosa pode reduzir litígios e garantir a continuidade e adaptabilidade operacional.

Como exemplo, pode-se citar o caso da Olam International Ltda. e a Bom Jesus Agropecuária Ltda.[688], que versava sobre a classificação de créditos para fins de recuperação judicial. Mesmo diante de cláusulas claras no Acordo ISDA, a Olam optou por não declarar inadimplemento imediato após o pedido de recuperação judicial da contraparte para a manutenção da relação comercial, dado que o pedido de recuperação configura hipótese para tanto.

Apesar disso, a Bom Jesus voltou a inadimplir os termos, ao deixar de cumprir chamadas de margem por 40 dias consecutivos.

686 MACAULAY, 2003, p. 53.

687 COLLINS; CAMPBELL, op. cit., p. 39, 44.

688 MATO GROSSO. Tribunal de Justiça do Estado de Mato Grosso. 4ª Vara Cível de Rondonópolis. Sentença no Processo nº 1002374-87.2017.8.11.0003. Rondonópolis, 15 de janeiro de 2020.

Durante esse período, a Olam manteve a relação comercial ativa e tolerou a inadimplência. Essa escolha revela a força do *Real Deal* e das NPRs: a preservação da relação comercial e a busca por soluções pragmáticas, mesmo diante de um cenário que, contratualmente, permitiria uma reação imediata.

A decisão judicial reconheceu essa dinâmica, mas concluiu que, juridicamente, os créditos da Olam eram concursais, por derivarem de obrigações assumidas contratualmente antes do pedido de recuperação e não extraconcursais.

Esse desfecho evidencia um ponto importante para o presente estudo: embora o *Real Deal* seja eficaz na manutenção da confiança e da continuidade operacional, ele não substitui inteiramente a força do *Paper Deal* em momentos de litígio.

A terceira situação prática é a celebração de acordos paralelos, cartas paralelas e outros acordos informais que complementam ou modificam aspectos do Acordo ISDA.

As cartas paralelas[689] são acordos separados que, embora possam ser formalizados, por vezes contêm entendimentos que não são explicitamente integrados ou referenciados no corpo principal do Acordo ISDA ou em seus Anexos e Confirmações da maneira padrão.

Esses acordos surgem da necessidade de rápida adaptação e flexibilidade para tratar de questões específicas que podem não se encaixar perfeitamente na estrutura padronizada do Acordo ISDA, ou para registrar entendimentos particulares entre as partes, como limites de crédito específicos não cobertos pelo Anexo de Suporte de Crédito, por exemplo.

Se esses acordos permanecem puramente informais ou não forem adequadamente documentados e vinculados ao *Paper Deal* principal, eles representam uma clara divergência entre o que está escrito e o que é praticado.

689 PARK, Tae Jung. **The uses and advantages of side letters in the investment chapters in preferential trade agreements**. *apud* JEFFERS, Jessica S.; TUCKER, Anne M. **Shadow contracts**. **The University of Chicago Business Law Review**, Chicago: The University of Chicago, v. 1, n. 1, Article 10, p. 259-306, 2022, p. 266-267.

Do ponto de vista de Collins e Campbell[690], esses acordos podem ser vistos como uma tentativa de expressar ou acomodar dimensões implícitas da relação que a estrutura padrão do Acordo ISDA não contempla de forma satisfatória.

No entanto, a informalidade ou a documentação inadequada desses acordos paralelos acarreta riscos jurídicos significativos, especialmente em termos de prova e exigibilidade em caso de litígio, de forma a expor conflitos críticos na relação contratual.

O caso AS Klaveness Chartering vs. Pioneer Freight Futures Co Ltd.[691] oferece um exemplo sobre como acordos comerciais podem se sobrepor ao contrato. Embora a disputa envolvesse contratos de frete a termo (FFAs), ela foi regida pelo ISDA Master Agreement de 1992.

A controvérsia se deu na forma como as partes lidaram com suas obrigações diante da volatilidade do mercado. Em dezembro de 2008, Klaveness e Pioneer ajustaram verbalmente, por telefone, a suspensão temporária do pagamento de liquidação que seria devido naquele mês.

A tensão surgiu quando, apesar do acordo verbal, o departamento administrativo da Pioneer emitiu uma notificação formal de inadimplemento contra Klaveness. Posteriormente, um gerente da Pioneer minimizou o documento e alegou por e-mail que se tratava de um erro interno, que desconhecia os termos acordados verbalmente.

As negociações fracassaram, e a Pioneer passou a alegar que Klaveness estava inadimplente desde o início. No entanto, o juiz do caso adotou uma abordagem investigativa, ao examinar não apenas o texto do Acordo ISDA, mas também as comunicações trocadas, os testemunhos e a conduta das partes.

Ele concluiu que a Pioneer não poderia se beneficiar da própria inconsistência, especialmente após ter concordado com a suspensão e posteriormente com a compensação dos valores.

690 COLLINS; CAMPBELL, op. cit., p. 38, 40-41.

691 ENGLAND AND WALES. High Court of Justice (Commercial Court). **AS Klaveness Chartering v. Pioneer Freight Futures Co., Ltd and Pioneer Metals Co., Ltd.** [2009] EWHC 3386 (Comm). Judge: Christopher Clarke. London, 18 dez. 2009. Disponível em: https://www.bailii.org/ew/cases/EWHC/Comm/2009/3386.html. Acesso em: 28 maio 2025.

Por fim, constatou-se que a Pioneer foi quem descumpriu suas obrigações ao não efetuar os pagamentos devidos. Klaveness, portanto, teve o direito de rescindir o contrato antecipadamente e de ser indenizada conforme o método de cálculo de perdas previsto no ISDA.

Neste caso, o tribunal efetivamente elevou uma Norma de Preservação do Relacionamento (o ajuste verbal para suspender o pagamento) ao status de norma jurídica vinculante, rejeitando a tentativa da Pioneer de reverter subitamente para a Norma de Fim de Jogo (a notificação formal) quando lhe foi conveniente.

3.2. OS RISCOS DO DESALINHAMENTO E A PERSPECTIVA JUDICIAL PRAGMÁTICA.

A coexistência do *Paper Deal* formalizado no Acordo ISDA e do *Real Deal* das práticas cotidianas, embora muitas vezes funcional e promotora de eficiência, não é isenta de riscos significativos.

O descompasso entre o que está documentado e o que é efetivamente praticado pode gerar incertezas e vulnerabilidades em diversas dimensões, notadamente a dimensão legal, operacional e relacional.

Um dos riscos mais evidentes reside na interpretação jurídica dos contratos em litígio. Acordos informais, entendimentos tácitos ou práticas não documentadas que se desviam do *Paper Deal* podem ter pouca ou nenhuma eficácia jurídica.

Tais alegações são evidentes no caso judicial Macquarie Bank Ltd vs. Phelan Energy Group Ltd[692]. Tudo começou com uma divergência operacional: as partes discordaram por meio de e-mails e telefonemas sobre qual seria a taxa de câmbio correta (o *strike price*) a ser aplicada

692 ENGLAND AND WALES. High Court of Justice (Commercial Court). **Macquarie Bank Limited v Phelan Energy Group Limited**. [2022] EWHC 2616 (Comm). Judge: Foxton. London, 18 out. 2022. Disponível em: https://www.bailii.org/cgi-bin/format.cgi?doc=/ew/cases/EWHC/Comm/2022/2616.html&query=(FL-2021-000024). Acesso em: 28 maio 2025.

em um swap de moedas[693]. A diferença de valores era de cerca de US$ 42 mil.

Em vez de pagar o valor que não estava em disputa e negociar o restante, a Phelan Energy decidiu reter o pagamento por completo. Diante disso, o Macquarie Bank abandonou qualquer tentativa de negociação informal e recorreu ao texto contratual, ao emitir uma notificação formal de inadimplemento.

A Phelan contestou e alegou que a notificação era inválida por conter um valor incorreto e ainda em disputa. Contudo, o argumento não prosperou. Para o juiz do caso, o que importa não é a exatidão matemática da cobrança, mas sim se a notificação comunica de forma clara e direta ao destinatário razoável qual obrigação não foi cumprida.

O pragmatismo de juízes com experiência em disputas comerciais costuma neutralizar o risco de uma interpretação literal do contrato. Nesse sentido, Richard Posner defende que os tribunais adotam a regra do melhor palpite (*best guess*)[694], que se vale do bom senso de mercado para afastar decisões absurdas.

Na visão de Posner, uma interpretação que deixa o contrato desequilibrado ou sem sentido comercial tende a ser descartada, pois parte-se do princípio de que negociadores racionais não fechariam um acordo nesses termos[695].

Aqui, a decisão reflete a lógica pragmática de Posner: o erro formal no cálculo (desvio do *Paper Deal* estrito) não foi suficiente para invalidar a clara intenção de cobrança. O juiz priorizou a racionalidade econômica da notificação sobre o formalismo excessivo. A perspectiva

693 De acordo com o Banco Central do Brasil, o swap de moedas (ou swap cambial) é um derivativo financeiro que ao mesmo tempo, promove a troca de taxas ou rentabilidade de ativos financeiros entre agentes econômicos, com a finalidade de garantir a proteção contra variações consideradas excessivas de uma moeda em relação à outra, no caso brasileiro, da moeda americana em relação ao real. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/swapcambial. Acesso em: 28 maio 2025.

694 POSNER, Richard A. The Law and Economics of Contract Interpretation. **Texas Law Review,** v. 83, p. 1581-1614, 2004. p. 1603. Disponível em: https://chicagounbound.uchicago.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2893&context=journal_articles. Acesso em: 28 maio 2025.

695 Ibidem, p. 1604-1605.

de que o juiz deve atuar com pragmatismo para evitar resultados absurdos encontra eco na tese de Denis Mazeaud, para quem os magistrados são, inevitavelmente, "coautores da reforma"[696]. No contexto do *Real Deal*, o silêncio da lei ou do contrato sobre certas práticas operacionais exige que o juiz colmate lacunas, exercendo um papel fundamental na concepção final da norma aplicada ao caso concreto[697].

Na prática, essa postura alinha o *Paper Deal* ao *Real Deal*. Foi o que se viu no caso AS Klaveness Chartering vs Pioneer Freight Futures Co Ltd., em que o juiz deu mais peso às trocas de mensagens que revelavam o verdadeiro combinado, do que a uma notificação de descumprimento inconsistente.

Portanto, o verdadeiro risco não mora apenas no texto, mas na habilidade e na vivência de quem julga para entender o ambiente de negócios por trás do papel[698].

Comprovar a existência e os termos de práticas informais em um contexto litigioso é uma tarefa complexa, que exige provas consolidadas e consistentes, raramente alcançadas.

Por exemplo, a tolerância a pequenos atrasos nos pagamentos, embora comum, não impede que uma das partes, especialmente em situações de crise financeira ou deterioração do relacionamento, invoque formalmente um evento de inadimplemento com base nos termos estritos do contrato. O *Real Deal* praticado em tempos normais pode ser rapidamente abandonado quando os incentivos se alteram.

Como alertam Campbell e Collins:

> Se a lei procura proteger e fazer cumprir acordos contratuais, o reconhecimento de que tem uma compreensão parcial e incompleta desses acordos sugere que, em muitos casos, não consegue atingir

696 MAZEAUD, Denis. **Algumas considerações sobre a reforma do direito dos contratos**. Tradução de Victor Willcox. Revista Brasileira de Direito Civil - RBDCivil, Belo Horizonte, v. 28, p. 175-189, abr./jun. 2021, p. 176.

697 Ibidem, p. 176 e 182.

698 POSNER, op. cit., p. 1605.

> os seus objetivos ao fazer cumprir não o acordo das partes em todas as suas dimensões relevantes, mas uma percepção truncada desse acordo.[699]

Essa percepção truncada pode resultar em decisões judiciais que não refletem as verdadeiras expectativas e entendimentos que governam, na prática, a relação entre as partes e conduzir a injustiças e perdas financeiras inesperadas.

A ausência de formalização adequada do *Real Deal* deixa as partes vulneráveis à aplicação estrita do *Paper Deal*, que pode não corresponder mais à intenção mútua desenvolvida ao longo do tempo.

Essa vulnerabilidade é amplificada pelo fato de que o próprio ambiente regulatório, apesar das reformas, permanece suscetível ao poder de influência do setor financeiro. Conforme aponta a literatura crítica sobre Basileia III[700], o lobby da indústria financeira conseguiu suavizar diversas propostas regulatórias, o que assegurou que o *Paper Deal* da regulação final ainda favorecesse a manutenção de operações lucrativas[701].

A informalidade excessiva ou não gerida no *Real Deal* também acarreta riscos operacionais significativos. A falta de documentação clara sobre procedimentos adaptados, acordos paralelos ou tolerâncias pode gerar lacunas, omissões e discrepâncias nos registros operacionais essenciais.

Isso compromete a segurança operacional, aumenta a probabilidade de erros e dificulta a reconciliação de posições e

699 O trecho correspondente na tradução é: *"If the law seeks to protect and enforce contractual agreements, the recognition that it has a partial and incomplete understanding of those agreements suggests that it fails in many instances to achieve its goals by enforcing not the agreement of the parties in all its relevant dimensions but a truncated perception of that agreement"*. COLLINS; CAMPBELL, op. cit., p. 27.

700 De acordo com o *Bank for International Settlements (BIS)*, Basileia III é um conjunto de medidas que foram acordadas internacionalmente, desenvolvidas pelo Comitê de Supervisão Bancária de Basileia em resposta à crise financeira de 2007-09. As medidas visam o fortalecimento da regulação, a supervisão e gestão de riscos dos bancos, de forma a incluir requisitos mínimos aplicáveis para bancos com atuação internacional. Disponível em: https://www.bis.org/bcbs/basel3.htm. Acesso em: 28 maio 2025.

701 NIEMEYER NETO; SILVEIRA, op. cit., p. 21.

pagamentos, dado que se as pessoas envolvidas na execução do contrato mudarem, o histórico relacional é, muitas vezes, perdido.

Quando as práticas internas de diferentes equipes ou instituições divergem daquilo que foi formalmente pactuado no *Paper Deal*, a uniformidade e a previsibilidade operacionais são comprometidas. Isso pode levar a mal-entendidos, disputas sobre termos específicos não clarificados e falhas no cumprimento de obrigações.

A dificuldade em rastrear e validar operações conduzidas sob as regras flexíveis do *Real Deal* pode ocultar exposições a riscos não antecipados e dificultar o cumprimento normativo, especialmente em um ambiente que sofreu reformas regulatórias após a crise financeira de 2008.[702]

Embora o *Real Deal* seja frequentemente sustentado pela confiança e pela manutenção de boas relações, a própria informalidade pode, paradoxalmente, minar esses alicerces se não for bem administrada.

A quebra de confiança, que pode ocorrer se uma das partes sentir que a outra abusou da flexibilidade informal ou se retraiu de um entendimento tácito em um momento crucial, enfraquece a cooperação e pode levar a um retorno abrupto e defensivo ao formalismo estrito do *Paper Deal.*

Este regresso ao *Paper Deal* em um contexto de desconfiança tende a intensificar disputas, dificultar a obtenção de acordos amigáveis e prolongar conflitos legais.

Ameaças de recorrer a advogados ou de aplicar rigidamente as cláusulas contratuais, como aponta Macaulay, raramente ocorrem sem algum custo para o relacionamento: "ameaçar entregar o assunto a um advogado pode não custar mais dinheiro do que uma postagem ou um telefonema; no entanto, poucos são tão habilidosos em fazer tal

702 MARTINS, Norberto Montani. **A reforma da regulação do mercado de derivativos financeiros após a crise financeira internacional de 2008.** Rio de Janeiro: Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2020. (Texto para Discussão, n. 005/2020), p. 5.

ameaça que não custe alguma deterioração do relacionamento entre as empresas"[703].

Uma quebra relacional significativa, exacerbada por ambiguidades entre o *Paper Deal* e o *Real Deal,* pode, em última instância, precipitar eventos de inadimplemento e o término antecipado de transações, com consequências financeiras e reputacionais adversas para as partes envolvidas.

A flexibilidade que antes era vista como uma virtude do *Real Deal* pode se converter em uma fonte de discórdia e instabilidade quando a confiança mútua é corroída.

4. A TENSÃO CONTRATUAL NO ORDENAMENTO BRASILEIRO: UMA ANÁLISE SOB A ÓTICA DA BOA-FÉ E DA LEI DE LIBERDADE ECONÔMICA.

4.1. A INSUFICIÊNCIA DO SUBJETIVISMO E A MODERAÇÃO PELA BOA-FÉ: A VISÃO TRADICIONAL ANTES DA LEI DE LIBERDADE ECONÔMICA.

A transposição do debate entre *Paper Deal* e *Real Deal* para o ordenamento jurídico brasileiro exige uma análise cuidadosa de nossa dogmática. Embora o Art. 112 do Código Civil de 2002, ao priorizar a intenção em detrimento do sentido literal, pareça sugerir uma primazia do subjetivismo (a vontade interna), a aplicação prática dessa norma, especialmente em contratos empresariais, nunca foi absoluta.

Mesmo antes da vigência do atual Código, a doutrina e a jurisprudência brasileiras já demonstravam uma "interessante tendência moderadora" sobre a influência da vontade[704]. Antônio Junqueira de Azevedo observa que essa moderação atua como um

703 O trecho correspondente na tradução é: *"Threatening to turn matters over to an attorney may cost no more money than postage or a telephone call; yet few are so skilled in making such a threat that it will not cost some deterioration of the relationship between the firms"*. MACAULAY, 1963, p. 64.

704 AZEVEDO, Antônio Junqueira de. **Negócio jurídico: existência, validade e eficácia.** 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 88.

mecanismo de equilíbrio: quando a lei restringe excessivamente o papel da vontade, os tribunais tendem a ampliá-lo, e vice-versa[705].

Essa dinâmica resulta em uma hermenêutica que não descarta o *Paper Deal* (a declaração) em favor de uma intenção psicológica inalcançável. Pelo contrário, a solução metodológica adequada consiste em iniciar a interpretação pela análise objetiva da declaração como um todo (critério abstrato) e, somente em um segundo momento, investigar a intenção subjetiva concreta[706].

Nesse contexto, a boa-fé objetiva e os usos do lugar, consolidaram-se como os principais critérios para essa filtragem objetiva, sendo amplamente utilizados pelos tribunais mesmo quando a legislação anterior era silente a respeito[707].

Nesse sentido, a moderação operada pela boa-fé objetiva ultrapassa a mera exegese interpretativa do texto[708]; ela exerce, conforme Judith Martins-Costa, uma função integrativa fundamental[709], inserindo na relação contratual deveres anexos de conduta[710] que conformam a execução do *Paper Deal* às legítimas expectativas de lealdade e cooperação mútua cultivadas no *Real Deal*[711].

A boa-fé objetiva, na lição de Luis Díez-Picazo, atua como fonte de deveres especiais de conduta exigíveis conforme a natureza da relação, obrigando as partes não apenas ao que estipularam literalmente, mas a tudo o que a situação impõe em termos de probidade[712].

---

705 Ibidem, p. 88.

706 Ibidem, p. 102.

707 Ibidem, p. 101.

708 MARTINS-COSTA, Judith. **A Boa-fé no Direito Privado:** critérios para a sua aplicação. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2018, p. 301.

709 Ibidem, p. 308.

710 Ibidem, p. 309.

711 Ibidem, p. 308-309.

712 DÍEZ-PICAZO, Luis. **Prólogo**. In: WIEACKER, Franz. **El principio general de la buena fé**. Madrid: Civitas, 1982, p. 19 *apud* AGUIAR JÚNIOR, Ruy Rosado de. Extinção dos contratos. In: FERNANDES, Wanderley (Coord.). **Contratos empresariais**: fundamentos e princípios dos **contratos empresariais**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 502.

A insuficiência de uma leitura puramente formalista do Acordo ISDA é suprida pela função dos princípios gerais dentro da ordem jurídica.

Como ensina Canaris, princípios como a boa-fé objetiva atuam como elementos fundamentais que garantem a unidade interior[713] e a adequação valorativa da ordem jurídica, permitindo que o sistema isole eventuais contradições sem se tornar inutilizável[714]. Nesse sentido, eles asseguram que a aplicação das normas mecânicas do *Paper Deal* não descambe em resultados absurdos ou contrários à finalidade teleológica e ética do negócio jurídico[715].

4.2. A LEI DE LIBERDADE ECONÔMICA E A POSITIVAÇÃO DOS CRITÉRIOS INTERPRETATIVOS OBJETIVOS.

Segundo Carlos Nelson Konder e Williana Nayara Carvalho de Oliveira, a Lei de Liberdade Econômica possui um marcante "viés discursivo", buscando enunciar critérios interpretativos para diminuir intervenções estatais e obstáculos à atividade econômica[716].

Embora muitas das alterações no Art. 113 do Código Civil apenas positivem entendimentos já consolidados na doutrina e jurisprudência, elas reforçam a segurança jurídica e a previsibilidade nas relações negociais[717].

A modificação no Art. 113 estabelece regras específicas que, na visão dos autores, devem ser lidas à luz da boa-fé objetiva e da alocação de riscos:

713 CANARIS, op. cit., p. 86.

714 Ibidem, p. 106.

715 Ibidem, p. 106-107.

716 KONDER, Carlos Nelson; OLIVEIRA, Williana Nayara Carvalho de. **A interpretação dos negócios jurídicos a partir da Lei de Liberdade Econômica.** Revista Fórum de Direito Civil – RFDC, Belo Horizonte, ano 9, n. 25, p. 13-35, set./dez. 2020. p. 31.

717 Ibidem, p. 16.

i. O comportamento como confirmação de sentido: O inciso I, ao estabelecer que a interpretação deve seguir o sentido confirmado pelo comportamento posterior das partes, positivou uma decorrência natural da boa-fé objetiva. Esse critério impede a adoção de comportamentos contraditórios (*venire contra factum proprium*), protegendo a confiança e as legítimas expectativas criadas pela conduta mútua durante a execução do negócio. A conduta dos contratantes é, portanto, a primeira intérprete do contrato, conferindo estabilidade à relação[718]. Essa dinâmica de tolerância operativa encontra respaldo no instituto da *supressio*. Judith Martins-Costa explica que a inércia prolongada em exercer um direito contratual, face a um comportamento reiterado em sentido contrário, gera uma confiança legítima que impede a parte inerte de retornar subitamente ao rigor formal do documento[719].

ii. A abrangência dos usos e práticas: A inclusão das "práticas de mercado" no inciso II, ao lado dos costumes, reflete a importância da repetição de condutas para a estabilidade das relações econômicas. Os autores destacam que o legislador utilizou os termos de forma abrangente para abarcar tanto os usos de determinado setor econômico quanto as práticas habituais entre as próprias partes, servindo como elemento essencial para elucidar termos indeterminados e compreender a "totalidade negocial" para além do texto escrito[720]. A valorização das práticas de mercado pelo Art. 113 do Código Civil encontra eco na lição de Paula Forgioni. Para a autora, a interpretação do contrato empresarial deve considerar os usos e costumes do setor[721], pois são eles que

718 Ibidem, p. 18-19.

719 MARTINS-COSTA, Judith. op. cit., p. 308-309.

720 KONDER; OLIVEIRA, op. cit., p. 21.

721 FORGIONI, Paula A. **Contratos empresariais:** teoria geral e aplicação. 8. ed. rev. e atual. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2023, p. 141.

balizam as expectativas legítimas dos agentes econômicos[722] e conferem racionalidade à operação[723].

iii. A racionalidade econômica como alocação de riscos**:** O inciso V traz a inovação da "racionalidade econômica", um conceito que, para evitar insegurança jurídica ou subjetivismos, deve ser interpretado como a "economia do contrato" ou a "causa" do negócio. Segundo Konder e Oliveira, nas relações empresariais, isso significa respeitar a minuciosa alocação de riscos construída negocialmente, onde preços e valores correspondem a direitos e deveres clausulados. A racionalidade, aqui, não é a intenção interna, mas a síntese objetiva dos efeitos jurídicos essenciais buscados pelas partes[724].

Dessa forma, a Lei de Liberdade Econômica busca garantir que a interpretação não substitua a vontade das partes pela do julgador. Ao permitir, no § 2º, que as partes pactuem suas próprias regras de interpretação, a lei reforça a autonomia privada, ainda que a validade dessas cláusulas permaneça sujeita ao controle de licitude e ordem pública pelo Judiciário[725].

Em suma, a nova disciplina legal tenta blindar a alocação de riscos definida pelas partes contra intervenções arbitrárias. A interpretação pela racionalidade econômica, quando aplicada a contratos empresariais, deve prescindir de paradigmas subjetivistas tradicionais (como o "homem médio") e focar na distribuição objetiva de riscos e vantagens que as partes desenharam matematicamente. O desafio hermenêutico passa a ser conciliar essa liberdade econômica com os deveres anexos de cooperação e lealdade impostos pela

722 Ibidem, p. 144.

723 Ibidem, p. 122.

724 KONDER; OLIVEIRA, op. cit., p. 27-28.

725 Ibidem, p. 29-31.

boa-fé, evitando que a busca pela eficiência econômica atropele a ética contratual[726].

CONCLUSÃO.

A análise da interação entre o contrato no papel (*Paper Deal*) e a realidade da prática (*Real Deal*) no contexto do Acordo ISDA, à luz das teorias de Stewart Macaulay, Hugh Collins e David Campbell, e enriquecida pelas perspectivas contemporâneas de Bernstein, Kraus e Scott, Hwang e Jennejohn e Armitage, revela um panorama complexo, no qual a formalidade (NFJs) e a informalidade (NPRs) não apenas coexistem, mas se interpenetram de maneiras cruciais e estratégicas. Este estudo permitiu extrair conclusões fundamentais sobre essa dinâmica.

Em primeiro lugar, observou-se que o Acordo ISDA, embora concebido como um *Paper Deal* robusto e abrangente, não elimina as complexidades inerentes às práticas cotidianas. Sua estrutura formal não abarca todas as nuances das interações e adaptações necessárias. A concepção "bimodal" de Armitage reforça essa visão da coexistência estrutural.

Em segundo lugar, tornou-se evidente que o *Real Deal* (NPRs) não constitui mera exceção, mas um complemento essencial ao *Paper Deal* (NFJs). As práticas informais asseguram flexibilidade, agilidade e preservação das relações, indispensáveis à eficiência do mercado. A resolução informal, a tolerância a desvios menores (como no caso Olam) e a comunicação ágil são manifestações de como o *Real Deal* preenche lacunas onde o formalismo seria contraproducente.

O *Paper Deal* funciona como uma norma de fim de jogo (NFJ), um "meio" contratual escolhido para garantir clareza na alocação de riscos em litígio. O *Real Deal* (NPRs) é outro "meio", relacional, para a gestão diária. A configuração modular do ISDA, como apontado por Hwang e Jennejohn, facilita essa coexistência funcional. A própria

726 Ibidem, p. 28 e 32.

ISDA, ao distinguir aspectos "operacionais" e "não operacionais" em seus estudos sobre *smart contracts*, sinaliza o reconhecimento dessa dualidade.

Contudo, em terceiro lugar, a pesquisa demonstrou que a predominância não gerida do *Real Deal* acarreta riscos significativos: jurídicos (desconsideração em litígios, embora mitigado pelo pragmatismo judicial à la Posner), operacionais (ambiguidades, falta de documentação) e relacionais (quebra de confiança).

Por fim, este artigo ressalta a importância de uma formalização estratégica do *Real Deal*. A questão extrapola a eliminação da informalidade benéfica, de forma a alcançar a busca de um alinhamento consciente e criterioso, por meio da integração de práticas consolidadas à estrutura formal.

O direito brasileiro, especialmente após a Lei de Liberdade Econômica, oferece uma abordagem sofisticada. A nova redação do Art. 113 do Código Civil, conforme analisado por Konder e Oliveira, positiva critérios objetivos (comportamento posterior, usos, boa-fé, racionalidade econômica *ex ante*) que reforçam a autonomia privada e a estabilidade contratual.

A boa-fé objetiva continua sendo a ferramenta central para proteger expectativas legítimas (*Real Deal*) contra o exercício abusivo do *Paper Deal*, mas agora inserida num contexto legal que privilegia a intervenção mínima e o respeito à alocação de riscos pactuada.

Pesquisas futuras poderão aprofundar a análise empírica. Para os profissionais, é fundamental a consciência da necessidade de uma gestão contratual proativa, que reconheça e administre a inevitável interação entre o texto formal e a prática viva dos negócios.

A análise dos riscos associados ao descompasso entre o *Paper Deal* e o *Real Deal* poderia sugerir que toda informalidade é prejudicial e deve ser eliminada. Contudo, uma visão mais matizada revela que a tensão entre o contrato formal e as práticas informais não é inerentemente negativa.

Em muitos casos, a presença da flexibilidade e informalidade, quando gerenciadas adequadamente, são capazes de trazer benefícios

em eficiência operacional, adaptação rápida e fortalecimento do relacionamento entre as partes. O ponto ótimo reside em encontrar um equilíbrio, de maneira a buscar um alinhamento estratégico entre o formal e o informal.

A informalidade, dentro de limites específicos e quando praticada com consciência e transparência mútua, pode ser uma ferramenta valiosa. Ela permite uma adaptação mais rápida a eventos imprevistos ou a circunstâncias não antecipadas no momento da elaboração do *Paper Deal*.

Em um mercado dinâmico como o de derivativos, a capacidade de ajustar procedimentos ou responder a pequenas intercorrências sem a necessidade de recorrer a aditamentos contratuais formais e demorados pode representar uma economia considerável de tempo e custos, de maneira a promover a eficiência operacional.

Ademais, práticas informais baseadas na confiança mútua podem, de fato, fortalecer os vínculos comerciais. Quando as partes demonstram flexibilidade e compreensão diante de lapsos operacionais menores por parte da contraparte, desde que tais desvios não comprometam a integridade do acordo nem gerem riscos inaceitáveis, cria-se um ambiente propício à cooperação e à lealdade.

Manter uma tensão saudável entre a rigidez do contrato e a fluidez da prática pode otimizar a operação, tornando-a menos burocrática e mais responsiva às necessidades do dia a dia, desde que exista uma comunicação clara e um entendimento compartilhado sobre os limites dessa flexibilidade.

Reconhecer os potenciais benefícios da informalidade controlada não significa advogar pelo abandono da formalização. Ao contrário, o desafio está em encontrar mecanismos para integrar progressivamente, ou refletir, os aspectos mais consolidados e relevantes do *Real Deal* no *Paper Deal*, de modo a mitigar riscos jurídicos, operacionais e relacionais, sem abrir mão da flexibilidade conquistada.

O alinhamento, contudo, não deve ser confundido com burocratização. Exigir aditivos contratuais formais para cada tolerância

operacional seria ignorar a dinâmica de velocidade e a eficiência de custos que o *Real Deal* proporciona. A solução reside, portanto, na implementação de uma governança da informalidade.

Em vez de buscar a formalização rígida de cada desvio, as partes devem instituir rotinas de rastreabilidade de baixo atrito. Mecanismos como confirmações por e-mail ou registros em sistemas de mensageria corporativa, que explicitem o caráter excepcional e pontual de uma concessão (*one-off waiver*), cumprem a função probatória necessária sem engessar a operação.

Essa estratégia cria um rastro auditável que protege o *Paper Deal* e evidencia que a tolerância não foi uma renúncia de direitos ou alteração tácita do contrato, ao mesmo tempo em que preserva a agilidade de negociação e a confiança mútua inerentes ao *Real Deal*.

A busca pelo alinhamento proposto acima pode auxiliar as partes a reduzir a imprevisibilidade e a diminuir a probabilidade de litígios onerosos, ao mesmo tempo em que assegura a eficiência proporcionada pelo *Real Deal*. Trata-se de um exercício contínuo de gestão contratual que reconhece, simultaneamente, o valor da estrutura formal e a realidade das interações humanas e comerciais.

Adicionalmente, a busca pelo alinhamento entre os *deals* não parte de um desejo puramente de harmonia, mas inclusive de uma gestão estratégica de poder.

A própria robustez do *Paper Deal* do Acordo ISDA, com cláusulas de garantias e vencimento antecipado fortemente estruturadas em favor das grandes instituições financeiras, funciona como um fator que impulsiona as partes para o campo do *Real Deal*.

A negociação informal e a tolerância a pequenos desvios não são apenas frutos da confiança, mas também do cálculo racional da parte mais fraca para evitar a ativação do arsenal contratual da parte mais forte. A estrutura formal, portanto, paradoxalmente, alimenta e disciplina a informalidade.

REFERÊNCIAS

AGUIAR JÚNIOR, Ruy Rosado de. Extinção dos contratos. In: FERNANDES, Wanderley (Coord.). **Contratos empresariais**: fundamentos e princípios dos contratos empresariais. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2012 (Série GVlaw), p. 475-518.

ANTUNES, José A. Engrácia. **Direito dos contratos comerciais**. 3. reimpr. Coimbra: Almedina, 2014.

ARMITAGE, Matthew. Neither relational nor discrete: the ISDA Master Agreement as a bimodal contract. **Capital Markets Law Journal**, v. 17, n. 3, p. 317-333, 2022.

AZEVEDO, Antônio Junqueira de. **Negócio jurídico: existência, validade e eficácia.** 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2002.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Swap Cambial.** [s.d.]. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/swapcambial. Acesso em: 28 maio 2025.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. **Basel III: international regulatory framework for banks.** Disponível em: https://www.bis.org/bcbs/basel3.htm. Acesso em: 28 maio 2025.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. **OTC derivatives statistics at end-December 2023**. Disponível em: https://www.bis.org/publ/otc_hy2405.htm. Acesso em: 28 maio 2025.

BARRERA, Ligia Catherine Arias. Introductory Aspects on Financial Derivatives Market: ISDA Master Agreement Dealing with Legal Risk?. **Revista E-Mercatoria**, v. 11, n. 1, p.454-477, 2012.

BERNSTEIN, Lisa. Merchant Law in a Merchant Court: Rethinking the Code's Search for Immanent Business Norms. **University of**

Pennsylvania Law Review, v. 144, p. 1765-1821, 1996. Disponível em: https://ssrn.com/abstract=10104. Acesso em: 10 jan. 2026.

BIANCA, C. Massimo. **Derecho Civil**: III. El contrato. Tradução de Fernando Hinestrosa e Édgar Cortés. Bogotá: Universidad Externado de Colombia, 2007.

BRASIL. **Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002**. Institui o Código Civil. Brasília, DF: Presidência da República, 2002. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/l10406compilada.htm. Acesso em: 10 jan. 2026.

BRASIL. **Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019**. Institui a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica; estabelece garantias de livre mercado; altera as Leis nos 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil), 6.404, de 15 de dezembro de 1976, 11.598, de 3 de dezembro de 2007, 12.682, de 9 de julho de 2012, 6.015, de 31 de dezembro de 1973, 10.522, de 19 de julho de 2002, 8.934, de 18 de novembro 1994, o Decreto-Lei nº 9.760, de 5 de setembro de 1946 e a Consolidação das Leis do Trabalho, aprovada pelo Decreto-Lei nº 5.452, de 1º de maio de 1943; revoga a Lei Delegada nº 4, de 26 de setembro de 1962, a Lei nº 11.887, de 24 de dezembro de 2008, e dispositivos do Decreto-Lei nº 73, de 21 de novembro de 1966; e dá outras providências. Brasília, DF: Presidência da República, 2019. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2019/lei/l13874.htm. Acesso em: 10 jan. 2026.

BRASIL. Portal do Investidor. **Para que servem os derivativos**. Disponível em: https://www.gov.br/investidor/pt-br/investir/tipos-de-investimentos/derivativos/para-que-servem-os-derivativos. Publicado em: 03 nov. 2022. Acesso em: 10 jan. 2026.

CANARIS, Claus-Wilhelm. **Pensamento sistemático e conceito de sistema na ciência do direito.** Tradução de A. Menezes Cordeiro. Lisboa: Fundação Calouste Gulbenkian, 1989.

CARDOSO, Stephanie Trindade. **Contratos eletrônicos descentralizados e smart contracts**: **caracterização e aplicação da nova categoria contratual e sua relação com contratos inteligentes e blockchain.** Londrina: Thoth, 2025.

CLACK, Christopher D.; BAKSHI, Vikram A.; BRAINE, Lee. **Smart Contract Templates**: foundations, design landscape and research directions. [S. l.]: arXiv, 2017. Disponível em: http://arxiv.org/abs/1608.00771. Acesso em: 28 maio 2025.

COLLINS, Hugh; CAMPBELL, David. Discovering the implicit dimensions of contracts. In: WIGHTMAN, John; CAMPBELL, David; COLLINS, Hugh (Coord.). **Implicit Dimensions of Contract: Discrete, Relational, and Network Contracts**. Oxford: Hart Publishing Ltd., 2003.

ENGLAND AND WALES. High Court of Justice (Commercial Court). **AS Klaveness Chartering v. Pioneer Freight Futures Co., Ltd and Pioneer Metals Co., Ltd.** [2009] EWHC 3386 (Comm). Judge: Christopher Clarke. London, 18 dez. 2009. Disponível em: https://www.bailii.org/ew/cases/EWHC/Comm/2009/3386.html. Acesso em: 28 maio 2025.

ENGLAND AND WALES. High Court of Justice (Commercial Court). **Macquarie Bank Limited v Phelan Energy Group Limited**. [2022] EWHC 2616 (Comm). Judge: Foxton. London, 18 out. 2022. Disponível em: https://www.bailii.org/cgi-bin/format.cgi?doc=/ew/cases/EWHC/Comm/2022/2616.html&query=(FL-2021-000024). Acesso em: 28 maio 2025.

FORGIONI, Paula A. **Contratos empresariais**: teoria geral e aplicação. 8. ed. rev. e atual. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2023.

HARDING, Paul. **Mastering the ISDA master agreements (1992 and 2002): a practical guide for negotiation**. 3. ed. Harlow, England; New York: Financial Times/Prentice Hall, 2010.

HWANG, Cathy; JENNEJOHN, Matthew. Deal Structure. **Northwestern University Law Review**, v. 113, n. 2, p. 279-330, 2018.

ISDA. About ISDA. **ISDA - International Swaps and Derivatives Association**, [s.d.]. Disponível em: https://www.isda.org/about-isda/. Acesso em: 28 maio 2025.

KONDER, Carlos Nelson; OLIVEIRA, Williana Nayara Carvalho de. **A interpretação dos negócios jurídicos a partir da Lei de Liberdade Econômica.** Revista Fórum de Direito Civil – RFDC, Belo Horizonte, ano 9, n. 25, p. 13-35, set./dez. 2020.

KRAUS, Jody S.; SCOTT, Robert E. Contract design and the structure of contractual intent. **New York University Law Review**, New York, v. 84, n. 4, p. 1023-1104, out. 2009.

MACAULAY, Stewart. Non-Contractual Relations in Business: A Preliminary Study. **American Sociological Review**, v. 28, n.1, p. 55-67, fevereiro, 1963.

MACAULAY, Stewart. The real and the paper deal: empirical pictures of relationships, complexity and the urge for transparent simple rules. **The Modern Law Review**, v. 66, n.1, p. 44-79, janeiro, 2003.

MARTINS, Norberto Montani. **A reforma da regulação do mercado de derivativos financeiros após a crise financeira internacional de 2008.** Rio de Janeiro: Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2020. (Texto para Discussão, n. 005/2020).

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

MATO GROSSO. Tribunal de Justiça do Estado de Mato Grosso. 4ª Vara Cível de Rondonópolis. Sentença no Processo nº 1002374-87.2017.8.11.0003. Rondonópolis, 15 de janeiro de 2020.

MAZEAUD, Denis. **Algumas considerações sobre a reforma do direito dos contratos**. Tradução de Victor Willcox. Revista Brasileira de Direito Civil – RBDCivil, Belo Horizonte, v. 28, p. 175-189, abr./jun. 2021.

NETO, Alexandre Assaf. **Mercado Financeiro**. 15ª edição. Barueri [SP]: Atlas, 2021.

NIEMEYER NETO, Luiz Moraes de; SILVEIRA, Marina Fernandes da. **O BIS e o mercado de balcão (OTC), o impacto da crise de 2007/2008 nas regulações: mais do mesmo ou uma descontinuidade sustentada?**. OIKOS, Rio de Janeiro, v. 22, n. 3, p. 20-36, 2023.

PARK, Tae Jung. **The uses and advantages of side letters in the investment chapters in preferential trade agreements**. apud JEFFERS, Jessica S.; TUCKER, Anne M. **Shadow contracts**. **The University of Chicago Business Law Review**, Chicago: The University of Chicago, v. 1, n. 1, Article 10, p. 259-306, 2022.

POSNER, Richard A. The Law and Economics of Contract Interpretation. **Texas Law Review,** v. 83, p. 1581-1614, 2004. Disponível em: https://chicagounbound.uchicago.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2893&context=journal_articles. Acesso em: 28 maio 2025.

PRACTICAL LAW. **Glossary: ISDA Schedule**. Thomson Reuters Practical Law, [s.d.]. Disponível em: https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/parties%20add%20to%20or,the%20ISDA%20Master%20and%20Schedule. Acesso em: 28 maio 2025.

SILVA, Clóvis V. do Couto e. **A obrigação como processo**. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2006.

TOYOHARA, Roberto Takeo. **Risco jurídico nos contratos financeiros internacionais para os mercados emergentes**. São Paulo: EAESP/FGV, 2003.