

Revista de Direito Mercantil

industrial, econômico e financeiro



Vol. nº 190 n.º 2, out. 2025/dez. 2025

RDM 190, n.º 2

Artigos e Atualidades:

1. A (ir)relevância da concentração de dados na análise de atos de concentração entre empresas data-driven (Marina Martinho Vaz E. Dias)
2. A realidade da dissolução parcial de sociedades limitadas no poder judiciário brasileiro (Katia Cristina Antunes Silva)
3. Agravamento de risco nos contratos securitários: um panorama entre o Código Civil e o Marco Legal dos Seguros (Rafael de Freitas Santos)
4. Análise da Responsabilidade Social Corporativa na Lei das Sociedades Anônimas de Futebol: futebol, sociedade e o PDE (Felix Chiaradia Maule)
5. Custos reputacionais na recuperação judicial do agronegócio (Vitória Carolina de Moraes Almeida; Michaela Nicole Santos Silva)
6. Dispersão de capital acionário: uma análise empírica do retorno ao acionista na Bolsa de Valores de São Paulo (Felipe Vilhena)
7. Entre Credores e Acionistas: o controle externo no Brasil (Livia Maria Fontenele Meneses)
8. Governança corporativa no setor de apostas de quota fixa: uma análise do cenário regulatório brasileiro (Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa; Pedro Henrique Figueiredo Soares)
9. Penhora de quotas e ações no CPC/2015: limites materiais, releitura sistemática do art. 861 (Carlos Henrique Roscoe Januzzi; Danielle Juliana Carneiro de Almeida)
10. Princípios da territorialidade e autonomia das partes na regulação de contratos de "fashion law": uma perspectiva principiológica sobre a atuação das marcas de alta-costura (Sofia Cristina Sanchez Buchala)

ISBN 978-65-6006-267-2



ID GLOBAL
Instituto de Direito Global

 **rdm**
revista de direito mercantil

 **EXPERT**
EDITORIA DIGITAL

Revista de Direito Mercantil

industrial, econômico e financeiro

**REVISTA DE DIREITO MERCANTIL
industrial, econômico e financeiro
v. 190, n°.2**

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

Ano LXIV (Nova Série)

Outubro 2025/Dezembro 2025

REVISTA DE DIREITO MERCANTIL
Industrial, econômico e financeiro
Nova Série – Ano LXIV – v. 190 n.º2 – out. 2025/dez. 2025

FUNDADORES:

1 a FASE: WALDEMAR FERREIRA

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

CONSELHO EDITORIAL:

Alexandre Soveral Martins

Carlos Klein Zanini

Jorge Manuel Coutinho de Abreu

Judith Martins-Costa

Paulo de Tarso Domingues

Rui Pereira Dias

Ana de Oliveira Frazão

Gustavo José Mendes Tepedino

José Augusto Engrácia Antunes

Luís Miguel Pestana de Vasconcelos

Ricardo Oliveira García

Sérgio Campinho

COMITÊ DE REDAÇÃO:

Antonio Martín

Calixto Salomão Filho

Eduardo Secchi Munhoz

Francisco Satiro De Souza Junior

José Alexandre Tavares Guerreiro

Juliana Krueger Pela

Mauro Rodrigues Penteado

Marcos Paulo De Almeida Salles

Newton de Lucca

Paulo Fernando Campos Salles De Toledo

Priscila Maria Pereira Corrêa Da Fonseca

Balmes Vega Garcia

Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa

Erasmo Valladão Azevedo E Novaes França

Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa

José Marcelo Martins Proença

Luiz Gastão Paes de Barros Leães

Manoel De Queiroz Pereira Calças

Marcelo Vieira Von Adamek

Paula Andréa Forgioni

Paulo Frontini

Rachel Sztajn

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

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

COORDENADORES ASSISTENTES DE EDIÇÃO:

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
Pedro Henrique Nobre Dantas Brandão
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: Carlos Henrique Roscoe Januzzi, Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa, Danielle Juliana Carneiro de Almeida, Felipe Vilhena de Sousa Guimarães, Felix Chiaradia Maule, Katia Cristina Antunes Silva, Lívia Maria Fontenele Meneses, Marina Martinho Vaz e Dias, Michaela Nicole Santos Silva, Pedro Henrique Figueiredo Soares, Rafael de Freitas Santos, Sofia Cristina Sanchez Buchala, Vitória Carolina de Morais Almeida

ISBN: 978-65-6006-267-2

Publicado Pela Editora Expert, Belo Horizonte, Janeiro 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



EXPERT
EDITORIA DIGITAL

MINI-CURRÍCULOS DOS AUTORES

Carlos Henrique Roscoe Januzzi: Bacharel em Direito e Mestrando em Direito Comercial pela Faculdade Milton Campos. Advogado, coordenador da equipe de Direito Empresarial e Societário do escritório Santos Filho Advogados.

Carlos Pagano Botana 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.

Danielle Juliana Carneiro de Almeida: Bacharel em Direito pela Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG). Pós Graduada em Direito Civil Aplicado pela PUC-Minas. Advogada e Coordenadora da equipe de direito civil do escritório Santos Filho Advogados.

Felipe Vilhena de Sousa Guimarães: Bacharel em Direito pela Faculdade de Direito da USP - Largo São Francisco. Iniciou sua carreira profissional em Direito Societário e M&A. Atualmente, trabalha com situações especiais na Makalu Partners, com enfoque em reestruturação e assessoria financeira.

Felix Chiaradia Maule: Advogado formado em 2024 pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (FDUSP). Atua

com foco em operações de M&A, consultoria societária e regulação de apostas de quota fixa, com áreas de interesse que incluem governança corporativa, direito societário, direito contratual e direito desportivo. Desde 2022, integra o Pinheiro Neto Advogados, após experiência prévia no escritório internacional Norton Rose Fulbright. É fluente em inglês e alemão, possui nível intermediário em espanhol e conhecimentos básicos de mandarim.

Katia Cristina Antunes Silva: Advogada empresarial há mais de 25 anos, atual *head jurídica* de um fundo de investimentos imobiliários - Barzel Properties - que opera com recursos do fundo soberano GIC de Singapura e mediadora privada. Formada em Direito pela PUC/SP em 1998, pós-graduada pela Universidade de Coimbra em Regulação Pública da Economia em 2003, Portugal, pós-graduada em Direito Imobiliário pelo SECOVI em 2006, MBA na Fundação Dom Cabral concluído em 2012, com módulo internacional na *Kellogg School of Management, Northwestern, Chicago, EUA*, mestrandna na PUC/SP com conclusão prevista para 2026.

Lívia Maria Fontenele Meneses: Estudante de Direito na Universidade de São Paulo. Coordenadora do Núcleo de Estudos de Direito Societário.

Marina Martinho Vaz e Dias: Graduada pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (FD-USP) e em Licence de Droit pela Université Jean-Monnet por meio do Programa PITÉS, promovido pela FD-USP. Atualmente atua como Advogada de Direito Concorrencial em TozziniFreire Advogados e Gerente de Relações Internacionais da Women in Antitrust (WIA).

Michaela Nicole Santos Silva: Graduada em Direito pela Faculdade Baiana de Direito. Advogada no Lia Frank Advogados. Pós-graduada em Direito Ambiental e Direito do Agronegócio pela Pontifícia Universidade Católica do Paraná. Aluna Especial do

Programa de Pós-Graduação em Direito da Universidade Federal da Bahia.

Pedro Henrique Figueiredo Soares: Bacharelado pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (USP). Advogado em Inovação e Serviços Financeiros no escritório Opice Blum Advogados. Coordenador do Núcleo de Proteção de Dados - Techlab (NPD - Techlab).

Rafael de Freitas Santos: Advogado na área de Seguros, Resseguros e Previdência Privada no Machado Meyer Advogados. Aluno Especial no Programa de Pós-Graduação em Direito Econômico e Economia Política da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (USP). Bacharel em Direito pela Universidade Presbiteriana Mackenzie (2024). É membro efetivo das Comissões Especiais da OAB/SP de Direito dos Seguros e Resseguros (2024-2025), Previdência Privada (2025) e Estudos de Direito e Economia (2025).

Sofia Cristina Sanchez Buchala: Estudante de Direito na USP (conclusão prevista para 2026) e estagiária na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), atuando em supervisão de mercado, análise de documentos societários e elaboração de relatórios técnicos. Intercambista no Center for Transnational Legal Studies (CTLS), em parceria com Georgetown University, no primeiro semestre de 2026.

Vitória Carolina de Moraes Almeida: Graduada em Direito pela Faculdade Baiana de Direito. Advogada no L.O. Baptista Advogados. Diretora da Associação Brasileira de Estudantes de Arbitragem - ABEArb. Coordenadora do Grupo de Competições de Arbitragem da Faculdade Baiana de Direito.

SUMÁRIO

| | |
|--|-----|
| Governança corporativa no setor das apostas de quota fixa: Uma análise do cenário regulatório brasileiro..... | 15 |
| <i>Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa (Universidade de São Paulo – USP), Pedro Henrique Figueiredo Soares (Universidade de São Paulo – USP)</i> | |
| Agravamento do risco nos contratos securitários: Um panorama entre o Código Civil e o marco legal dos seguros..... | 59 |
| <i>Rafael de Freitas Santos (Universidade de São Paulo – USP)</i> | |
| A (ir)relevância da concentração de dados na análise de atos de concentração entre empresas <i>data-driven</i> | 99 |
| <i>Marina Martinho Vaz e Dias (Universidade de São Paulo – USP)</i> | |
| Princípios da territorialidade e autonomia das partes na regulação de contratos de “ <i>fashion law</i> ”: Uma perspectiva principiológica sobre a atuação das marcas de alta-costura..... | 145 |
| <i>Sofia Cristina Sanchez Buchala (Universidade de São Paulo – USP)</i> | |
| Custos reputacionais na recuperação judicial do agronegócio: Reflexões à luz da análise econômica do direito | 169 |
| <i>Michaela Nicole Santos Silva (Universidade Federal da Bahia – UFBA), Vitória Carolina de Moraes Almeida (Faculdade Baiana de Direito)</i> | |
| Análise da responsabilidade social corporativa na lei das sociedades anônimas de futebol: Futebol, sociedade e o PDE..... | 199 |
| <i>Felix Chiaradia Maule (Universidade de São Paulo – USP)</i> | |
| Penhora de quotas e ações no CPC/2015: limites materiais, releitura sistemática do Art. 861..... | 237 |
| <i>Carlos Henrique Roscoe Januzzi (Faculdade Milton Campos), Danielle Juliana Carneiro de Almeida (Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais)</i> | |

| | |
|--|-----|
| Entre credores e acionistas: O controle externo no Brasil..... | 261 |
| <i>Livia Maria Fontenele Meneses (Universidade de São Paulo – USP)</i> | |
| A realidade da dissolução parcial de sociedades limitadas no tribunal de justiça do estado de São Paulo: Panorama de 2024 | 311 |
| <i>Katia Cristina Antunes Silva (Pontifícia Universidade Católica de São Paulo)</i> | |
| Dispersão de capital acionário: Uma análise empírica do retorno ao acionista na bolsa de valores de São Paulo | 363 |
| <i>Felipe Vilhena de Sousa Guimarães (Universidade de São Paulo – USP)</i> | |

GOVERNANÇA CORPORATIVA NO SETOR DAS APOSTAS DE QUOTA FIXA: UMA ANÁLISE DO CENÁRIO REGULATÓRIO BRASILEIRO

CORPORATE GOVERNANCE IN THE FIXED-ODDS BETTING SECTOR: AN ANALYSIS OF THE BRAZILIAN REGULATORY FRAMEWORK

Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa (Universidade de São Paulo – USP)¹

Pedro Henrique Figueiredo Soares (Universidade de São Paulo – USP)²

Resumo

O crescimento do mercado de apostas de quota fixa – também conhecidas como “bets” – suscita debates acerca de iniciativas regulatórias que reconheçam as oportunidades do setor e mitiguem as potenciais externalidades negativas decorrentes da atividade. Considerando que o cenário regulatório brasileiro sobre o tema ainda se encontra em desenvolvimento, torna-se evidente a necessidade de identificar mecanismos que preencham lacunas regulatórias e direcionem a atuação das empresas nesse mercado. Por meio de uma análise crítica das normas brasileiras relativas aos principais elementos das apostas de quota fixa, este artigo explora a relação entre a governança corporativa e o setor, demonstrando o papel dessa no equilíbrio de interesses econômicos e sociais, na promoção da ética e da transparência em práticas comerciais e apontando caminhos para

¹ 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.

² Bacharelado pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (USP). Advogado em Inovação e Serviços Financeiros no escritório Opice Blum Advogados. Coordenador do Núcleo de Proteção de Dados - Techlab (NPD - Techlab).

a consolidação de um modelo regulatório eficaz, capaz de responder aos desafios e oportunidades apresentados pelo setor de apostas de quota fixa no Brasil. Com particular atenção às disposições sobre capital social mínimo, requisitos exigidos aos sócios e acionistas controladores, regime de responsabilização dos sócios e acionistas controladores, e destinação da arrecadação das apostas de quota fixa, a análise realizada revela que o atual arcabouço regulatório brasileiro sobre o tema é insuficiente, leniente, além de não abordar adequadamente as externalidades negativas relacionadas às apostas e, em muitos casos, parecer ter como única prioridade o aumento da arrecadação. Esses resultados evidenciam que a governança corporativa se apresenta como um mecanismo essencial para superar os desafios regulatórios do setor das apostas de quota fixa no cenário brasileiro.

Palavras-chave: Governança corporativa; Apostas de quota-fixa; Externalidades negativas; Regulação.

Abstract

The growth of the fixed-odds betting market—also known as “bets”—has prompted debate regarding regulatory initiatives capable of recognizing the sector’s opportunities while mitigating the potential negative externalities arising from such activities. Given that the Brazilian regulatory framework on the matter is still under development, there is a clear need to identify mechanisms that can fill existing regulatory gaps and guide the conduct of companies operating in this market. Through a critical analysis of Brazilian rules applicable to the main elements of fixed-odds betting, this article examines the relationship between corporate governance and the sector, demonstrating the role of corporate governance in balancing economic and social interests, promoting ethics and transparency in business practices, and indicating paths toward the consolidation of an effective regulatory model capable of responding to the challenges and opportunities presented by the fixed-odds betting sector in Brazil. With particular attention to provisions on minimum share capital,

requirements imposed on partners and controlling shareholders, the liability regime applicable to partners and controlling shareholders, and the allocation of revenues generated by fixed-odds betting, the analysis reveals that the current Brazilian regulatory framework is insufficient and lenient, fails to adequately address the negative externalities associated with betting activities, and, in many instances, appears to prioritize revenue generation as its primary objective. These findings underscore corporate governance as an essential mechanism for overcoming the regulatory challenges faced by the fixed-odds betting sector in the Brazilian context.

Keywords: Corporate governance; Fixed-odds betting; Negative externalities; Regulation.

Sumário: **1.** Introdução. **2.** O Conceito de Governança Corporativa. **3.** A Responsabilidade Social Corporativa. **4.** Elementos da Governança Corporativa nas Legislações de Apostas de Quota Fixa. **4.1.** O Capital Social Mínimo. **4.2.** Os requisitos exigidos aos sócios e acionistas controladores. **4.3.** O regime de responsabilização dos sócios e acionistas controladores. **4.4** A destinação da arrecadação das apostas de quota fixa. **5.** Conclusão.

1. INTRODUÇÃO

Em um ambiente econômico marcado por crescentes demandas sociais e regulatórias, a governança corporativa ocupa uma posição central nos debates sobre transparência, eficiência e sustentabilidade nas práticas empresariais.³ Particularmente em setores sensíveis, como o de apostas de quota fixa, sua aplicação torna-se ainda mais crucial, considerando as potenciais externalidades negativas dessa atividade. Apostar de quota fixa é o ato de colocar um determinado valor em risco na expectativa de obter um prêmio em que o montante

³ PORTUGAL GOUVÉA, Carlos. *A Estrutura da Governança Corporativa*. São Paulo: Editora Quartier Latin, 2022.

a ser recebido pelo apostador, em caso de premiação, é definido por um fator de multiplicação aplicado ao valor apostado, considerando cada unidade da moeda nacional apostada⁴.

As apostas sempre representaram um desafio, tanto por seus impactos sociais quanto pelos riscos associados. Historicamente, essa atividade tem sido vinculada a externalidades negativas, como a promoção do vício, o aumento do endividamento e sua utilização como instrumento para práticas ilícitas, como a lavagem de dinheiro. Embora a regulamentação seja essencial para mitigar esses problemas e criar um ambiente controlado, ela também impõe desafios significativos. Entre eles estão a dificuldade em implementar mecanismos eficazes de fiscalização, garantir que as práticas regulatórias protejam os consumidores e assegurar que os benefícios econômicos dessa atividade não sejam superados pelos danos sociais.

O Brasil ainda carece de um ambiente regulatório robusto para essas apostas. As iniciativas regulatórias estão em fase de desenvolvimento e sua implementação prática tem sido amplamente criticada, sobretudo em relação à capacidade do Estado de fiscalizar e monitorar adequadamente os operadores do setor. Nesse contexto, torna-se evidente a necessidade de práticas robustas de governança corporativa, capazes de preencher lacunas regulatórias e garantir que as empresas atuem de forma ética e responsável. Assim, a perspectiva da governança corporativa desempenha um papel estratégico, proporcionando estruturas e processos que fomentam a transparência e o compromisso social.

Este artigo explora a relação entre a governança corporativa e o setor de apostas de quota fixa no Brasil. Por meio de uma análise crítica das normas sobre o tema, busca-se demonstrar como a governança pode atuar como um elemento central para equilibrar interesses econômicos e sociais, promovendo um setor mais ético, transparente e sustentável. Com isso, pretende-se contribuir para o debate sobre a consolidação de um modelo regulatório eficiente, capaz de responder

⁴ Definições para “aposta” e “quota fixa” estabelecidas na Lei n. 14.790/2023, em seu Artigo 2º.

aos desafios e oportunidades apresentados pelo mercado de apostas de quota fixa.

Além desta introdução, este artigo tem outras quatro seções. Na seção 2, apresentamos a evolução histórica e conceitual da governança corporativa. Na seção 3, discutimos a construção teórica da responsabilidade corporativa e destacamos o papel da noção de “externalidades negativas” nas normas que regem o setor de apostas. Na seção 4, examinamos detalhadamente os principais componentes das regulamentações acerca das apostas de quota fixa no Brasil, incluindo o capital social mínimo, os requisitos dos sócios e acionistas controladores e o regime de responsabilização. Finalmente, na seção 5, apresentamos as considerações finais acerca do tema, tecendo uma análise sobre o potencial da governança corporativa como mecanismo essencial para superar os desafios regulatórios do setor das apostas de quota fixa.

2. O CONCEITO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Sob a perspectiva da governança corporativa e agentes operadores de apostas, faz-se mister elucidar dois conceitos de governança corporativa, quais sejam, o funcional e o realista.⁵ A governança corporativa funcional foca em modelos ideais baseados em princípios universais, como transparência e maximização de valor. Já a governança corporativa realista considera as condições práticas e contextuais de cada país, como limitações institucionais e desafios locais. Ou seja, enquanto a abordagem funcional busca o “ideal normativo”, a realista enfatiza soluções adaptadas às realidades específicas, especialmente em mercados do Sul Global.

Richard Eells, em seu livro “*The Government of Corporations*”⁶, define governança corporativa como sendo a compreensão do que os

⁵ PORTUGAL GOUVÊA, Carlos. *A Estrutura da Governança Corporativa*. São Paulo: Editora Quartier Latin, 2022, p. 75.

⁶ EELLS, Richard. *The Government of Corporations*. New York: Free Press of Glencoe, 1962, p. 4.

participantes diretos da administração de grandes empresas faziam no seu cotidiano. Tal conceitualização, que pode ser denominada de funcional, emergiu durante o contexto negocial dos Estados Unidos da América, sendo fundamentada, portanto, nas demandas práticas das companhias estadunidenses existentes naquele cenário, de tal sorte que, consequentemente, traduz a realidade dessas companhias.

A acepção do conceito funcional utiliza-se da análise dos custos de agência, encabeçada por Michael Jensen e considerada por muitos como o problema essencial da governança corporativa. Assim, sob essa ótica, a problemática do monitoramento dos administradores é central na governança corporativa. De acordo com Jensen, a governança seria focada no mais alto escalão da administração das companhias, “consistindo nos direitos decisórios detidos pelo conselho de administração e pelo diretor-presidente, nos procedimentos para substituir os administradores, no tamanho e na composição do conselho, e na remuneração e participação societária dos diretores e do conselho”⁷. Nota-se que o referido conceito é denominado como funcional na medida em que elucida a função própria da governança corporativa, tomando-se em considerações as experiências pretéritas vivenciadas no mercado. Apesar disso, não é cristalino o fundamento de existência da governança corporativa, permitindo a assunção que o conceito funcional se limita ao regramento dos órgãos de administração.

Sob outra perspectiva, fornecida por Ronald J. Gilson e efetivada a partir da interpretação do conceito presente nos *Principles of Corporate Governance 2005*, uma publicação da *Business Roundtable* (grupo formado por presidentes de grandes companhias abertas dos

⁷ No original, “Governance – the top-level control structure, consisting of the decision rights possessed by the board of directors and the CEO, the procedures for changing them, the size and membership of the board, and the compensation and equity holdings of managers and the board”. JENSEN, Michael C. *A Theory of the Firm: Governance, Residual Claims, and Organizational Form*. Cambridge: Harvard University, 2003, p. 58.

Estados Unidos da América), entende-se que a governança corporativa seria “o sistema operacional da sociedade anônima”.⁸ Nesse sentido,

[...] uma boa estrutura de governança corporativa é um sistema operacional para definição de objetivos com base em princípios, tomada de decisão efetiva e monitoramento adequado do cumprimento de regras e desempenho. Por meio dessa estrutura vibrante e responsável, o diretor presidente, a alta administração e o conselho de administração podem interagir de forma efetiva e responder rapidamente e apropriadamente a circunstâncias em transformação, dentro de uma estrutura de valores negociais sólidos, para oferecer valor duradouro aos acionistas que investem na companhia.⁹

A definição de Gilson, que parece atraente, acaba por se tornar inadequada. Ao estabelecer analogia com sistemas operacionais de computadores, no contexto atual, seria necessário com que Gilson reconhecesse que a governança corporativa não é o sistema operacional das sociedades anônimas, mas o mecanismo pelo qual o próprio sistema operacional é escolhido e configurado.

Por fim, o conceito funcional de governança corporativa acaba por não resistir ao longo do tempo, uma vez que, em resposta à enorme pressão para que os acionistas passassem a ter poder para deliberar

⁸ GILSON, Ronald J. From Corporate Law to Corporate Governance. *ECGI Working Paper Series in Law*, Brussels, n. 324, p. 1-46, Sept. 2016, p. 8. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2819128. Acesso em: 03 dez. 2024. No original “*by defining governance broadly as the company’s operating system*”.

⁹ GILSON, Ronald J. From Corporate Law to Corporate Governance. *ECGI Working Paper Series in Law*, Brussels, n. 324, p. 1-46, Sept. 2016, p. 8. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2819128. Acesso em: 03 dez. 2024. No original “*A good corporate governance structure is a working system for principled goal setting, effective decision making, and appropriate monitoring of compliance and performance. Through this vibrant and responsive structure, the CEO, the senior management team and the board of directors can interact effectively and respond quickly and appropriately to changing circumstances, within a framework of solid corporate values, to provide enduring value to the shareholders who invest in the enterprise*”.

sobre a remuneração dos administradores, foi-se compreendido que os administradores seriam representantes de todos os *stakeholders*.

Adiante, identificamos o conceito realista da governança corporativa. Inaugurado no Relatório Cadbury, preparado por um comitê estabelecido pela Bolsa de Londres em 1992 para analisar medidas que poderiam ser tomadas em resposta a algumas fraudes envolvendo companhias abertas inglesas. Tal comitê apresentou o seguinte conceito:

A governança corporativa é um sistema por meio do qual companhias são dirigidas e controladas. Conselhos de administração são responsáveis pela governança de suas companhias. O papel dos acionistas na governança é indicar os membros do conselho de administração e auditores e satisfazerm-se com o fato de que uma estrutura de governança adequada esteja implementada. As responsabilidades do conselho incluem a determinação dos objetivos estratégicos, exercendo liderança para efetivá-los, supervisionar a diretoria da companhia e reportar-se aos acionistas sobre a sua gestão. As ações do conselho estão sujeitas às leis, regulamentação e à assembleia de acionistas.¹⁰

Destaca-se em tal conceito a referência ao exercício do controle, como embrião do conceito realista. Além disso, tal conceito fornece um papel de centralidade ao conselho de administração, resultado

¹⁰ “2.5 *Corporate governance is the system by which companies are directed and controlled. Boards of directors are responsible for the governance of their companies. The shareholders' role in governance is to appoint the directors and the auditors and to satisfy themselves that an appropriate governance structure is in place. The responsibilities of the board include setting the company's strategic aims, providing the leadership to put them into effect, supervising the management of the business and reporting to shareholders on their stewardship. The board's actions are subject to laws, regulations and the shareholders in general meeting.*” FINANCIAL REPORTING COUNCIL. *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, London, p. 1-81, 1 Dec. 1992, p. 10. Disponível em: <https://ecgi.global/code/cadbury-report-financial-aspects-corporate-governance>. Acesso em: 03 dez. 2024.

justamente do conceito funcional, anteriormente aclarado. De forma problemática, os acionistas contentam-se com a narrativa de que existe um sistema de governança corporativa implementado, incumbindo a esses a mera participação na eleição dos membros do conselho de administração.

A base do conceito reside na teoria jurídica segundo a qual o direito exerce um papel simbólico de legitimar o exercício do poder. Ocorre que, ao exercer tal papel simbólico, o poder do direito acaba por ser transformado em um poder efetivo e real. Assim, progride-se a ideia de que há um limite para a discricionariedade daquele que exerce efetivamente o poder, bem como, perante o Estado Moderno, os particulares adquiriram direitos individuais capazes de limitar o poder dos novos governantes.

Por conclusão, verifica-se uma clara evolução do conceito de governança corporativa funcional para o realista, na medida em que este utiliza-se e aprimora a ideia embrionária disposta naquele, qual seja, a de que o conselho da administração das companhias detém papel central na governança corporativa, transformando os acionistas em mera massa eleitoral que aceita a estrutura de governança já presente nas companhias, alterando apenas as pessoas físicas que do conselho fazem parte.

3. A RESPONSABILIDADE SOCIAL CORPORATIVA

Adolphe Berle é considerado como o principal expoente do que se pode denominar de “concepção gerencial da companhia”, que acentua o papel central da administração nas grandes companhias¹¹. Ao passar do tempo, Berle altera de forma notória sua posição, assumindo a perspectiva de que os administradores das grandes companhias não merecem ser vistos como meros líderes industriais ou financeiros, mas também como parte do debate público sobre quais

¹¹ BRATTON, William W. The “Nexus of Contracts” Corporation: A Critical Appraisal. *Cornell Law Review*, Ithaca, v. 74, n. 3, p. 407-465, 1988-1989, p. 413.

são as aspirações da sociedade. Berle previu a necessidade de que as grandes companhias façam parte do planejamento econômico geral, como agentes principais, inclusive ao lado dos governos tradicionais. Ainda sob essa perspectiva, Berle desenvolveu as bases teóricas para o que posteriormente veio a ser descrito como a “responsabilidade social corporativa”.

Milton Friedman, em 1970, publicou um polêmico artigo na *The New York Times Magazine*, no qual defendeu a ideia de que a doutrina da responsabilidade social corporativa seria, tipicamente, dotada de vaguezza sob sua perspectiva analítica e de rigor, uma vez que apenas pessoas físicas seriam capazes de se sujeitarem a responsabilidades, concluindo, então, que as companhias possuíam responsabilidades exclusivamente artificiais¹². Adicionou, ainda, que o regime dos administradores é contraditório no contexto de livre iniciativa, de sistemas fundamentados na propriedade privada¹³, haja vista que, na qualidade de empregado de uma companhia, sua responsabilidade é direta com seu empregado efetivo. Em suma, Friedman indicou que existe apenas uma responsabilidade social da companhia: utilizar dos seus recursos e praticar atividades direcionadas ao aumento dos seus lucros em um contexto de livre concorrência, sem o uso de meios fraudulentos¹⁴. Ocorre que Friedman equivocou-se na medida em que

12 FRIEDMAN, Milton. *The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits*. *The New York Times Magazine*, New York, 13 Sept. 1970, [n. p.]. Disponível em: <https://www.nytimes.com/1970/09/13/archives/a-friedman-doctrine-the-social-responsibility-of-business-is-to.html>. Acesso em: 03 dez. 2024.

13 A contradição aqui reside no fato de que, nesse sistema, espera-se que o administrador atue como agente dos acionistas ao ponto que, ao agir de alguma maneira diversa dessa diretriz, ele revelaria uma incoerência entre os atos esperados e os atos realizados. “*In a free-enterprise, private-property system, a corporate executive is an employee of the owners of the business. (...) In either case, the key point is that, in his capacity as a corporate executive, the manager is the agent of the individuals who own the corporation or establish the eleemosynary institution, and his primary responsibility is to them.*” FRIEDMAN, Milton. *The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits*. *The New York Times Magazine*, New York, 13 Sept. 1970, [n. p.]. Disponível em: <https://www.nytimes.com/1970/09/13/archives/a-friedman-doctrine-the-social-responsibility-of-business-is-to.html>. Acesso em: 03 dez. 2024.

14 “*I have called it a ‘fundamentally subversive doctrine’ in a free society, and have said that in such a society, ‘there is one and only one social responsibility of business—to use its resources and engage in activities designed to increase its profits so long as it stays within the*

equiparou as sociedades de ações a pessoas físicas, concluindo que ambas devem ter seus direitos tutelados como pessoas naturais, não considerando suas divergências estruturais.

Ronald Coase, no artigo *The Problem of Social Cost* introduziu a ideia dos “custos de transação”, segundo a qual, diante da possibilidade de escolha entre dois modelos regulatórios, aquele que produza menores custos de transação será mais eficiente.¹⁵ George Stigler aplicou, em *The Theory of Price*, a ideia de Coase a fim de explicar que na hipótese de dois agentes possuírem informações equivalentes, ambos chegariam a melhor distribuição dos benefícios possível, independentemente de qualquer intervenção do poder estatal. Coase não almejava ir tão além: apenas indicou que o regime de responsabilização das empresas que as incumbia a indenização por externalidades negativas seria ineficiente, uma vez que, em uma sociedade sem custos de transação, o regime de responsabilização civil seria indispensável, pois a conclusão atingida seria sempre a melhor. Esse argumento é, indubitavelmente, descabido.

Retornando a Friedman, nota-se que sua teoria parte de uma descrença na eficiência dos regimes de responsabilização das empresas. Afinal, em suma, indica que seria desproporcional atribuir as empresas a responsabilização de problemas do tecido social. Friedman prenunciou-se sobre o futuro crescente aumento da responsabilização corporativa de forma ampla, efetivada por ações coletivas contra companhias por danos aos mais diversos âmbitos (consumidores, ambientais, mercado de capitais etc.).¹⁶

rules of the game, which is to say, engages in open and free competition without deception or fraud.” FRIEDMAN, Milton. The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits. *The New York Times Magazine*, New York, 13 Sept. 1970, [n. p.]. Disponível em: <https://www.nytimes.com/1970/09/13/archives/a-friedman-doctrine-the-social-responsibility-of-business-is-to.html>. Acesso em: 03 dez. 2024.

15 COASE, Ronald Harry. The Problem of Social Cost. *The Journal of Law & Economics*, Chicago, v. 3, p. 1-44, Oct. 1960.

16 FRIEDMAN, Milton. The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits. *The New York Times Magazine*, New York, 13 Sept. 1970, [n. p.]. Disponível em: <https://www.nytimes.com/1970/09/13/archives/a-friedman-doctrine-the-social-responsibility-of-business-is-to.html>. Acesso em: 03 dez. 2024.

Portanto, analisando-se o contexto atual, verifica-se que os argumentos de Friedman e Coase foram vencidos pelo de Merrick Dodd¹⁷ e Walther Rathenau¹⁸, na medida em que esses últimos pressentiram a demanda social para o aumento da responsabilização das companhias. Nesse sentido, a responsabilidade social corporativa, prevaleceu.

Nesse diapasão, diante da explanação fornecida e sob a perspectiva das *bets* – termo em inglês para aposta, muito usado no Brasil para identificar apostas de quota fixa – presenciamos a notoriedade de suas externalidades negativas. A ideia percorre toda a legislação, mas não se limita aos dispositivos normativos, como será indicado.

Inclusive, sobre as externalidades consideradas pela legislação pátria, verificamos a seção III da Lei 14.790/2023, que dispõe de forma furtiva como os prejuízos à sociedade serão combatidos. O artigo 8º indica que, independentemente de medidas tomadas pelo governo, os agentes operadores de apostas deverão adotar e implementar medidas para reduzir os danos sociais inerentes à atividade de apostas de quota fixa. Veja:

Art. 8º Sem prejuízo de outros requisitos estabelecidos na regulamentação do Ministério da Fazenda, a expedição e a manutenção da autorização para exploração de apostas de quota fixa serão condicionadas à comprovação, pela pessoa jurídica interessada, da adoção e da implementação de políticas, de procedimentos e de controles internos de:

17 DODD, Edwin Merrick. For Whom Are Corporate Managers Trustees? *Harvard Law Review*, v. 45, n. 7, p. 1145-1163, May 1932.

18 “What new capitalistic forms will replace private enterprise when the superfluities of individual wealth have disappeared owing to the diffusion of a general and equalised wellbeing? If we are to answer this question, we must anticipate in one point what we shall have to say when we come to discuss the moral problems of economic life. We must refer in this place to the progressive suppression of covetousness by the sense of responsibility”. RATHENAU, Walther. *In Days to Come*. Trad. Eden e Cedar Paul. New York: Alfred A. Knopf, 1921, p. 120.

- I - atendimento aos apostadores e ouvidoria;
- II - prevenção à lavagem de dinheiro, ao financiamento do terrorismo e à proliferação de armas de destruição em massa, especialmente quanto ao cumprimento dos deveres previstos nos arts. 10 e 11 da Lei nº 9.613, de 3 de março de 1998, e na Lei nº 13.260, de 16 de março de 2016;
- III - jogo responsável e prevenção aos transtornos de jogo patológico; e
- IV - integridade de apostas e prevenção à manipulação de resultados e outras fraudes.

Parágrafo único. A regulamentação do Ministério da Fazenda estabelecerá os requisitos e as diretrizes a serem observados na elaboração e na avaliação da eficácia das políticas de que trata este artigo.

A Portaria SPA/MF 1.143/2024 busca combater a lavagem de dinheiro, traduzindo obrigações do inciso II do artigo acima colacionado para as pessoas jurídicas interessadas. De modo contínuo, a Portaria SPA/MF 1.231/2024 fixa os deveres dos agentes operadores de aposta naquilo que toca o jogo responsável e as ações de marketing, conforme previsto no inciso III do artigo supracitado.

Ademais, a Portaria SPA/MF 1.231/2024 deixa cristalina a ideia de que à pessoa jurídica também incumbe, por meio de instruções e capacitações de seus colaboradores e sócios, buscar a redução da incidência de externalidades negativas, inclusive mencionando expressamente o termo.

Art. 6º Na estruturação de suas políticas corporativas internas, os agentes operadores devem instruir e capacitar:

- I - seus colaboradores, inclusive terceirizados, que interajam diretamente com os apostadores, para garantir que compreendam os problemas associados à dependência e aos transtornos do jogo patológico

e saibam como orientar os apostadores quanto à temática; e

II - seus sócios, dirigentes, colaboradores, fornecedores e prestadores de serviços, para que conheçam os preceitos do jogo responsável, particularmente quanto às **externalidades negativas** individuais e coletivas da atividade, e para que zelem por uma exploração econômica socialmente responsável e ética.” (destaque nosso)

Na seara jurisprudencial, o Supremo Tribunal Federal, por meio de Ação Direta de Inconstitucionalidade (ADI) N°. 7.721¹⁹, se propôs a analisar o tema. Na audiência pública realizada, os objetivos da oitiva foram definidos relativos aos temas:

(a) questões técnicas associadas à saúde mental e aos impactos neurológicos da prática das apostas sobre o comportamento humano, (b) os efeitos econômicos para o comércio e seus efeitos na economia doméstica, (c) as consequências sociais desse novo marco regulatório, (d) o uso das plataformas de apostas para lavagem de dinheiro e demais crimes, (e) tributação e extrafiscalidade no setor de apostas, (f) transparência das plataformas de apostas, (g) publicidade e instrumentos de *gameficação* no setor de apostas, (h) direitos patrimoniais dos apostadores.

Assim, nota-se que as externalidades negativas inerentes às apostas de quota fixa parecem ser infinitas. Ademais, a atividade de apostas é uma atividade *sui generis*, similar a tabaco e drogas recreativas legalizadas, nas quais as externalidades negativas são tão altas que superam qualquer benefício social embutido no preço, o que indicaria que o ideal seria a proibição.

¹⁹ SUPREMO TRIBUNAL FEDERAL. *Ação Direta de Inconstitucionalidade 7.721*. Disponível em: <https://portal.stf.jus.br/processos/detalhe.asp?incidente=7044517>. Acesso em: 05 dez. 2024.

Todavia, quando as atividades de apostas eram ilegais, suas externalidades negativas eram igualmente relevantes. A proibição, a partir da ilegalidade do jogo, provoca estímulo à lavagem de dinheiro, acarretando prejuízos tão altos que a solução seria uma regulamentação profundamente restritiva, modelo que o Estado preteriu em favor de uma legalização combinada com regulação. Ocorre que o Estado, por si só, demonstrou-se incapaz de combater as externalidades negativas. A partir dessa certeza, torna-se necessário que as empresas adquiram responsabilidades amplas, que ultrapassem sua atividade em si e alcancem, também, as potenciais consequências negativas dessa atividade.

Sob essa ótica, reforçada pelos dispositivos e pela ADI, torna-se evidente o que se deve entender por responsabilidade social corporativa, abandonando aquilo que Friedman tanto defendia. Evidência é o caput do artigo 8º da Lei 13.790/2023, que fixa obrigações às pessoas jurídicas relacionadas, exclusivamente, com questões externas à empresa, fazendo com que a autorregulação ocorra, diante de uma notória falha estatal.

A desproporcionalidade de atribuir as empresas a responsabilização de problemas do tecido social, segundo fundamentação do Friedman e Coase, não encontra respaldo algum na legislação das *bets* no Brasil. Prevalece, assim, uma vitória, ao menos sob o aspecto doutrinário, de Merrick Dodd e Walther Rathenau, que, ao preverem o aumento que a responsabilidade das empresas teria conforme o passar do tempo, constituíram a melhor noção atual daquilo que se entende como responsabilidade social corporativa.

4. ELEMENTOS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NAS LEGISLAÇÕES DE APOSTAS DE QUOTA FIXA

As legislações pertinentes às apostas de quota fixa estão listadas no site da Secretaria de Prêmios e Apostas (SPA), o qual é definido como o:

[ó]rgão do Ministério da Fazenda responsável pelas áreas de apostas de quota fixa, promoções comerciais, sorteios filantrópicos, loterias e captação antecipada de poupança popular. Sua função é autorizar, conceder, regulamentar, normatizar, monitorar, supervisionar, fiscalizar e sancionar, nos termos da legislação vigente (sic).²⁰.

No entanto, não há sistematicidade em tal conjunto normativo. Mesmo após o advento da Lei 14.790/2023, aspectos relevantes acerca da atividade de apostas de quota fixa encontram-se nas portarias normativas do Ministério da Fazenda. Portanto, faz-se mister examinar de forma pormenorizada cada portaria, as quais possuem, por vezes, temas com extrema conectividade. Diante disso, cabe uma análise das portarias que estabelecem normas relacionadas aos principais elementos de apostas de quota fixa, quais sejam: o capital social mínimo, os requisitos exigidos aos sócios e acionistas controladores, o regime de responsabilização dos sócios e acionistas controladores e a destinação da arrecadação das apostas de quota fixa. Tal análise é feita a seguir.

4.1 O CAPITAL SOCIAL MÍNIMO

Capital social mínimo é, de forma sintética, o investimento inaugural bruto que uma companhia necessita para iniciar suas atividades e garantir a manutenção de sua saúde financeira até que sua operação efetivamente retorne lucro. Sob a perspectiva de apostas de quota fixa, o capital social foi objeto de diversos dispositivos normativos, ora analisando sua ótica quantitativa, ora verificando se a origem desse montante é lícita. Ainda, pondera-se, a seguir, sobre

20 BRASIL. *Ministério da Fazenda: Secretaria de Prêmios e Apostas - SPA*. Disponível em: <https://www.gov.br/fazenda/pt-br/composicao/orgaos/secretaria-de-premios-e-apostas>. Acesso em: 28 nov. 2024.

o papel do Ministério da Fazenda quanto a definição e a forma de integração dessa monta.

A primeira menção acerca do capital social encontra-se na Portaria Normativa MF 1.330/2023. Logo, tem-se que tal referência é até mesmo anterior à Lei 14.790/2023. A citação é encontrada no art. 6º, inciso III, e diz:

Art. 6º Somente poderá ser autorizada a explorar apostas de quota fixa a pessoa jurídica que atender aos requisitos e condições estabelecidos em regulamento específico, que conterá, no mínimo, as seguintes exigências:

(...)

III- comprovar a origem lícita dos recursos que compõem o capital social; (destaque nosso)

Faz-se mister esclarecer que, o singelo dispositivo, além de desnecessário – afinal, é inconcebível imaginar que fosse permitida a concessão de autorização para exploração de quotas fixas a partir de capital social proveniente de origens ilícitas –, não introduz elementos fiscalizatórios e de controle.

Por conseguinte, como se percebe ao longo de toda legislação, as normativas parecem meras orientações, haja vista seu condicionamento frequente à autorização emitida pelo Ministério da Fazenda. Delega-se, portanto, o exame da origem lícita de capital social ao futuro, permitindo com que agentes operadores de apostas atuem, desde 2018 até a concessão da sua autorização, a partir do usufruto de capital proveniente de atividades ilícitas.

Na Lei 14.790/2023, encontramos o primeiro dispositivo que faz referência ao capital social sob a perspectiva quantitativa, e não de sua origem. No artigo 7º, § 1º, inc. I, temos:

Art. 7º Somente serão elegíveis à autorização para exploração de apostas de quota fixa as pessoas

jurídicas constituídas segundo a legislação brasileira, com sede e administração no território nacional, que atenderem às exigências constantes da regulamentação editada pelo Ministério da Fazenda. § 1º A regulamentação de que trata o caput deste artigo disporá, pelo menos, sobre:

I - valor mínimo e forma de integralização do capital social da pessoa jurídica interessada;

Isto posto, notamos, novamente, a ausência de definição de capital social em diploma legislativo oriundo do Poder Legislativo. Há, outra vez, a incumbência ao Poder Executivo, por meio do Ministério da Fazenda, de definir quanto ao valor mínimo e à forma de integralização do capital social da pessoa jurídica interessada por meio da regulamentação editada por tal Ministério.

Essa deputação pode ser explicada por alguns motivos. Sob a perspectiva de defesa dessa escolha, temos o fato de que, por ser um requisito técnico e que tende a variar conforme as conjunturas econômicas e sociais vigentes, a inserção de um número fixo de capital social mínimo no diploma legislativo enrijeceria sua manutenção, dificultando sua rápida alteração. Além disso, a inserção do capital social mínimo por meio de regulamentação oriunda do Ministério da Fazenda pode ser fundamentada pelo fato de que esse é o braço do governo que dispõe das maiores informações orçamentárias disponíveis e, consequente, maior legitimidade de definição sobre essas.

Contudo, sob a ótica contrária, é possível tecer diversas críticas sobre essa eleição. A primeira, e mais proeminente, é que, conforme verificar-se-á ao longo do excerto, o Ministério da Fazenda possui uma visão extremamente arrecadatória acerca da exploração dessa atividade, fato que gera, por vezes, ofuscamento perante questões diversas, como jogo patológico e a participação de crianças e adolescentes nesse mercado.

Portanto, em que pese o capital social mínimo não interferir diretamente na arrecadação tributária de empresas, o referido indicativo poderá balizar a taxa a ser paga para concessão da autorização para exploração das apostas de quota fixa. Assim, o capital social mínimo a ser definido poderia ser diretamente proporcional ao valor a ser pago pelos agentes operadores de apostas.

De certa forma, não é de se espantar que o Ministério da Fazenda possua tal caráter arrecadatório, afinal, desde o início das atividades pelos agentes operadores de apostas, não houve, até o momento, o pagamento considerável de tributo sobre essas atividades, uma vez que a maioria desses se localiza em paraísos fiscais, como Ilhas Cayman, Curaçau, Malta e Gibraltar.²¹ Nesse interim, a delegação da fixação de um capital social mínimo à regulamentação do próprio Ministério da Fazenda vai ao encontro da política arrecadatória fomentada por esse.

Finalmente, localiza-se na Portaria nº 827/2024 a definição do montante do capital social mínimo da empresa operadora de apostas. Essa fixação é mencionada nos artigos 11 e 14 da portaria em comento. Vide abaixo:

Art. 11. A qualificação econômico-financeira da pessoa jurídica requerente será comprovada por meio da apresentação dos seguintes documentos:
(...)

IV - comprovante de integralização em moeda corrente do capital social mínimo de R\$ 30.000.000,00 (trinta milhões de reais), observado o disposto no art. 14;

²¹ No que se refere à ausência de sede legal em território brasileiro, pode-se citar, a título de exemplo, o agente operador de apostas Bet Nacional, cuja sede está localizada em Curaçao, bem como a Betano, que tem sua sede estabelecida em Malta. Ver, https://betnacional.com/?token=UIO2uHbluVFAJZ2GBTpoSWNd7ZgqdRLk&gads=0&gbr=1&gbc=1&gbd=0&AA=AA&Aq=ggRj9S%20ZurcTVG5q-jRGIJrPL-hG&gclid=EAIAiQobChMIt8XC05SgigMVbB1ECB1MmhwTEAAYASAAEgLeYPD_BwE&noform=true e https://br.betano.com/?gbraid=0AAAAAqEtAHttpCFPXnycXe64U-5XQEbeum&gclid=EAIAiQobChMI--ThaSgigMVXwXvAh2aixjMEAAVASAAEgIf3fD_BwE. Acesso em: 11 dez. 2024.

Art. 14. Os seguintes comprovantes poderão ser apresentados no prazo de até trinta dias, contado da notificação de que trata o caput do art. 16, observado o disposto no art. 25:

(...)

III - integralização em moeda corrente do capital social mínimo de R\$ 30.000.000,00 (trinta milhões de reais) de que trata o inciso IV do caput do art. 11, assim como a declaração de origem lícita dos recursos que compõem o capital social de que tratam as alíneas “b” do inciso II e “b” do inciso III do caput do art. 10; IV - patrimônio líquido mínimo de R\$ 30.000.000,00 (trinta milhões de reais) de que trata o inciso V do caput do art. 11;

Assim, o capital social mínimo a ser observado é de R\$ 30.000.000,00 (trinta milhões de reais), quantia relativamente alta. O tamanho desse montante pode ser justificado a partir de uma lógica de segurança mercantil, na medida em que empresas dotadas de elevado capital social são mais capazes de ultrapassar momentos turbulentos nas hipóteses de crise e arcar com seus deveres financeiros. Além disso, a atividade de apostas, embora assegure elevados rendimentos aos agentes operadores de apostas, é caracterizada como uma atividade de alta volatilidade, com retornos extremamente variáveis. Bem como o capital social mínimo, o patrimônio líquido mínimo é de R\$ 30.000.000,00 (trinta milhões de reais), conforme os artigos 11 e 14 expostos acima.

Outra perspectiva interessante de se mencionar é a de que é facultado à pessoa jurídica autorizada ou em processo de autorização pelo Ministério da Fazenda requerer autorizações adicionais. Até três marcas comerciais, os valores do capital social mínimo e patrimônio líquido mínimo são os mesmos. Contudo, na medida em que a pessoa jurídica opta por operar mais de três marcas comerciais, faz-se necessário o requerimento de autorizações complementares, as quais

demandam valores diversos, conforme disposto no artigo 11, § 4º da portaria em tela.

Art. 11. A qualificação econômico-financeira da pessoa jurídica requerente será comprovada por meio da apresentação dos seguintes documentos:
§ 4º Caso a pessoa jurídica requeira autorizações adicionais, visando operar mais de três marcas comerciais, considerando o limite de até três por ato de autorização, serão exigidos complementarmente:
(...)

II - a constituição do valor de R\$ 5.000.000,00 (cinco milhões de reais), a título de reserva financeira, por ato de autorização deferido; e

III - a integralização em moeda corrente do capital social de R\$ 15.000.000,00 (quinze milhões de reais) e a manutenção de patrimônio líquido em montante não inferior ao capital social, por ato de autorização deferido.

Assim, para cada autorização adicional deferida, o capital social deve ser aumentado em R\$ 15.000.000,00 (quinze milhões de reais), além da constituição do valor de R\$ 5.000.000,00 (cinco milhões de reais), a título de reserva financeira. O patrimônio líquido não poderá ser inferior ao capital social, ou seja, dota-se de valor mínimo de R\$ 15.000.000,00 (quinze milhões de reais).

É desnecessário mencionar que, com a solicitação de elevados valores para a outorga da autorização pelo Ministério da Fazenda, há uma tendência notória de concentração dos agentes operadores de apostas, a fim de viabilizar sua atividade, aglutinando, assim, suas respectivas clientelas e seus respectivos patrimônios e *know-how*.

Outrossim, e como anteriormente suscitado, o Ministério da Fazenda, ao deter competência para a definição do capital social mínimo, optou por utilizar esse indicativo como o mesmo para o exigido no pagamento da outorga da autorização, qual seja de R\$ 30.000.000,00

(trinta milhões de reais) por ato de autorização, conforme o artigo 17, § 1º da portaria mencionada.

Art. 17. Consideradas atendidas as exigências constantes desta Portaria e das demais normas legais e regulamentares vigentes, a pessoa jurídica requerente será notificada pela Secretaria de Prêmios e Apostas do Ministério da Fazenda, por meio do SIGAP, a realizar o **pagamento pela outorga de autorização** e apresentar os comprovantes de que trata o art. 14.

§ 1º O comprovante de recolhimento à Conta Única do Tesouro Nacional do montante de **R\$ 30 milhões (trinta milhões de reais)** por ato de autorização deverá ser encaminhado à Secretaria de Prêmios e Apostas do Ministério da Fazenda, por meio do SIGAP, no prazo de até trinta dias, contado da data de notificação de que trata o caput, observado o disposto no art. 25. (destaques nossos)

Esse fato revela as preocupações arrecadatórias presentes na perspectiva de regulação encabeçada pelo Ministério da Fazenda e por meio do seu órgão de Secretaria de Prêmios e Apostas.

Cabe, ainda, questionar se a reserva financeira que trata o artigo 11, no montante de R\$ 5.000.000,00 (cinco milhões de reais) é suficiente para arcar com potenciais externalidades negativas e honrar com todos os prêmios que ainda forem devidos aos apostadores. Afinal, ainda que seja difícil, é possível que boa parte dos apostadores “quebrem a banca” de forma concomitante, gerando os mesmos efeitos negativos de boa parte dos correntistas sacarem suas respectivas reservas dos bancos.

Verifica-se, ainda, grande insuficiência na forma com que os valores de capital social mínimo foram instituídos. O fato de serem fixos e desvinculados de porcentuais provoca uma igualdade

ausente de equidade, na medida que não se leva em consideração as particularidades casuísticas.

Nesse sentido, revela-se que é necessário que obriguem às sociedades a terem reservas dinâmicas, proporcionais ao volume de apostas, como instituições financeiras, e não capital mínimo. Uma medida possível seria demandar a comprovação mensal dessas reservas, as quais deveriam ser diretamente proporcionais ao volume de apostas de quota fixa realizado por cada agente operador de aposta.

4.2 OS REQUISITOS EXIGIDOS AOS SÓCIOS E ACIONISTAS CONTROLADORES

No mesmo sentido do capital social mínimo das pessoas jurídicas que exploram as atividades de apostas, os requisitos dos sócios ou acionistas controladores são objeto de dispositivos normativos em leis e portarias atinentes à exploração de apostas de quota fixa. A primeira vez que o tema foi legislado foi por intermédio da Lei 13.756/2018, a partir da edição da Medida Provisória 1.182/2023, a qual já não se encontra mais vigente.

Após, ainda antes da promulgação da Lei 14.790/2023, a Portaria Normativa MF 1.330/2023 estabeleceu que a participação de sócios ou acionistas controladores em certas situações poderiam obstar a outorga da autorização. Vejam alguns exemplos presentes em seu artigo 7º:

Art. 7º Não será outorgada autorização para:
(...)

III- pessoas jurídicas cujos sócios ou acionistas controladores, individuais ou integrantes de acordo de controle, dirigentes e demais pessoas que compõem seu quadro societário detenham **participação, direta ou indireta, em Sociedade Anônima do Futebol ou em organização esportiva profissional;**

IV- pessoas jurídicas cujos sócios ou acionistas controladores, individuais ou integrantes de acordo de controle, dirigentes e demais pessoas que compõem seu quadro societário **atuem como atletas profissionais, integrantes de comissão técnica, árbitros ou dirigentes de equipe esportiva brasileira;**

V- pessoas jurídicas, incluindo os sócios ou acionistas controladores, os dirigentes e as demais pessoas que compõem seu quadro societário, que **estejam com o direito de licitar e contratar com o Poder Público suspenso, ou que tenham sido declaradas inidôneas pela Administração Pública, no âmbito federal, estadual ou do Distrito Federal e municipal, enquanto perdurarem os motivos determinantes da punição ou até que seja promovida sua reabilitação;**
(...)

VII- pessoas jurídicas cujos sócios ou acionistas controladores, dirigentes e as demais pessoas que compõem seu quadro técnico ou societário, **sejam cônjuges, companheiros ou parentes em linha reta ou colateral, por consanguinidade ou afinidade, até o terceiro grau, de servidores públicos ou prestadores de serviços que atuem na área do Ministério da Fazenda responsável pela outorga das autorizações de que trata esta Portaria;** e

VIII- pessoas jurídicas cujos sócios ou acionistas controladores, dirigentes e demais pessoas que compõem seu quadro societário possuam:

- a) impedimento por lei especial;
- b) condenação por improbidade administrativa;
- c) condenação pelos crimes:
 - 1. falimentar;
 - 2. de sonegação fiscal;
 - 3. de prevaricação;
 - 4. de corrupção ativa ou passiva;
 - 5. de concussão;
 - 6. de peculato;
 - 7. contra a economia popular;

8. contra a fé pública;
9. contra a propriedade intelectual; e
10. contra o Sistema Financeiro Nacional; e
- d) condenação com pena criminal que vede, ainda que temporariamente, o acesso a cargos públicos, por decisão judicial transitada em julgado.” (destaques nossos)

Como pode ser verificado, muitas pessoas jurídicas com sócios e administradores nas mais diversas situações não terão sua outorga deferida.

Adiante, na Lei 14.790/2023, em seu artigo 7º, verificamos a primeira exigência quanto ao capital social:

Art. 7º Somente serão elegíveis à autorização para exploração de apostas de quota fixa as pessoas jurídicas constituídas segundo a legislação brasileira, com sede e administração no território nacional, que atenderem às exigências constantes da regulamentação editada pelo Ministério da Fazenda.
§ 1º A regulamentação de que trata o caput deste artigo disporá, pelo menos, sobre:

(...)

IX - exigência de ter brasileiro como sócio detentor de ao menos 20% (vinte por cento) do capital social da pessoa jurídica.

§ 2º O sócio ou acionista controlador de empresa operadora de loteria de apostas de quota fixa, individual ou integrante de acordo de controle, **não poderá deter participação, direta ou indireta, em Sociedade Anônima do Futebol ou organização esportiva profissional, nem atuar como dirigente de equipe desportiva brasileira.** (destaques nossos)

Conforme disposto no artigo acima colacionado, além de uma das exigências, qual seja a do § 2º, ser mera repetição do fixado pela

Portaria Normativa MF 1.330/2023, o inciso IX do § 1º merece críticas. De início, é questionável a “exigência de ter brasileiro como sócio detentor de ao menos 20% (vinte por cento) do capital social da pessoa jurídica” sob a perspectiva quantitativa, uma vez que 1/5 (um quinto) do capital social não parece fazer jus ao objetivo visado pela norma – provavelmente assegurar e facilitar a vinculação da pessoa jurídica ao território brasileiro, atraindo, inclusive, competência em ações judiciais para o foro brasileiro e garantindo a não evasão de ativos tributáveis.

Não obstante, nota-se que tal dispositivo é tão insuficiente e problemático quanto o capital social mínimo das pessoas jurídicas, explorado no subtópico anterior, uma vez que a legislação carece de mecanismos que se adequem à dinamicidade do montante, sendo fixo e atrelado ao valor histórico do capital social, não atualizando de forma proporcional ao crescimento da empresa. Além disso, não parece que essa verificação será periódica, o que provocará situações problemáticas.

O que potencialmente será verificado na prática é: a pessoa jurídica estrangeira contatará algum indivíduo brasileiro previamente a outorga, para cumprir com a exigência presente no artigo 7º, inc. IX da Lei 14.790/2023 e, após a aquisição da outorga, livrar-se-á do brasileiro detentor do capital social requerido, explorando as apostas de quota fixa em território brasileiro e sem descumprir com preceitos normativos.

Prosseguindo, na Portaria 827/2024, encontramos dispositivos relevantes. Inicialmente, no artigo 2º, certas definições são fornecidas, entre elas a dos “controladores”. Vide:

Art. 2º Para os fins desta Portaria, consideram-se:
(...)

IV - controladores: os sócios ou acionistas que, individualmente ou em conjunto com os demais integrantes do grupo de controle, pessoas naturais ou jurídicas, direta ou indiretamente:

- a) detêm ou exercem direitos que lhes assegurem, de modo permanente, a preponderância nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores da pessoa jurídica requerente; ou
- b) efetivamente dirigem as atividades sociais e orientem o funcionamento da pessoa jurídica requerente;

Em seguida, a Portaria 827/2024 não se presta para além da repetição dos dispositivos mencionados. Todavia, conforme estipula o capital social mínimo da empresa para a outorga da autorização, qual seja de R\$ 30.000.000,00 (trinta milhões de reais), acaba por definir quanto é o valor que um brasileiro deverá ter como sócio detentor, ou seja, R\$ 6.000.000,00 (seis milhões de reais), o que parece ser insuficiente, frente ao potencial arrecadatório dos agentes operadores de aposta.

Finda-se na Portaria 827/2024, o estabelecimento dos requisitos quanto aos sócios e acionistas controladores, revelando uma insuficiência gigantesca na medida em que os dispositivos não são capazes de fazer frente aos objetivos que visam, aumentando a desproporcionalidade entre os supostos benefícios adquiridos com a regulação e as externalidades negativas que a exploração de apostas de quota fixa traz consigo.

Note que, nos incisos III e IV do art. 7º da Portaria Normativa MF 1.330/2023, a preocupação restringe-se as atividades esportivas, nada referenciando acerca dos jogos de cassino ou *crash games*. Essa ausência é plenamente justificável ao passo em que, na data de promulgação da Portaria Normativa MF 1.330, apenas apostas de quota fixa vinculadas aos eventos reais de partidas e campeonatos esportivos eram permitidas.

Contudo, em que pese a Lei 14.790/2023 ter ampliado o objeto das apostas de quota fixa²² para a inclusão de jogos não relacionados

²² BRASIL. *Lei 14.790 de 29 de dezembro de 2023*. Art. 3º As apostas de quota fixa de que trata esta Lei poderão ter por objeto: I - eventos reais de temática esportiva; ou II - eventos virtuais de jogos on-line.

necessariamente aos “eventos reais de temática esportiva”, mas também para os “eventos virtuais de jogos on-line”, as hipóteses de vedação de outorga de autorização para sócios não foram majoradas quanto ao objeto de participação, direta e indireta, em sociedades ligadas ao esporte eletrônico, aos jogos de cassino e as homologação das entidades certificadoras, por exemplo. Verifica-se, ainda, um completo silêncio quanto aos atletas que performam em campeonatos de esportes eletrônicos, também conhecidos como *e-sports*.

4.3 O REGIME DE RESPONSABILIZAÇÃO DOS SÓCIOS E ACIONISTAS CONTROLADORES

Após a introdução quanto aos requisitos exigidos aos sócios e acionistas controladores dos agentes operadores de aposta, faz-se necessário esclarecer pontos acerca da responsabilidade de tais pessoas físicas. Sem sentido diverso do que era esperado, apenas em 29 de dezembro de 2023, seis anos após a Lei 13.756/2018, a partir da Lei 14.790/2023, foram introduzidas infrações e as penalidades a essas correspondentes. Portanto, não obstante a permissão da exploração de atividades de quota fixa a partir do diploma legal de 2018, notou-se uma lacuna que dispusesse sobre a responsabilização dos agentes operadores de apostas e das pessoas físicas administradoras desses.

As infrações constam no artigo 39, mas é o artigo 40 que nos salta aos olhos, pois é o responsável por ampliar a aplicação das penalidades para além da “loteria de apostas de quota” (leia-se agente operador de apostas) infratora, conforme caput do artigo 39.

Art. 39. Constitui infração administrativa punível nos termos desta Lei ou das demais normas legais e regulamentares aplicáveis à **loteria de apostas de quota fixa** cujo cumprimento seja fiscalizado pelo Ministério da Fazenda, sem prejuízo da aplicação de outras penalidades previstas na legislação: (destaque nosso)

Art. 40. O disposto neste Capítulo também se aplica às pessoas físicas ou jurídicas que:

I - exerçam, sem a devida autorização, atividade relacionada a apostas de quota fixa sujeitas à competência do Ministério da Fazenda;

II - **atuem como administradores ou membros da diretoria, do conselho de administração** ou de outros órgãos previstos no estatuto de pessoa jurídica sujeita à competência do Ministério da Fazenda, nos termos desta Lei. (destaques nossos)

Assim, conforme verifica-se, as infrações são aplicáveis às pessoas físicas que atuam “como administradores ou membros da diretoria, do conselho de administração”, incluindo-se sócios e acionistas controladores, pois “administradores”. No artigo 41, são descritas as penalidades cabíveis aos infratores. Veja:

Art. 41. São aplicáveis às pessoas físicas e jurídicas que infringirem o disposto nesta Lei as seguintes penalidades, de forma isolada ou cumulativa:

I - advertência;

II - no caso de pessoa jurídica: multa no valor de 0,1% (um décimo por cento) a 20% (vinte por cento) sobre o produto da arrecadação após a dedução das importâncias de que tratam os incisos III, IV e V do caput do art. 30 da Lei nº 13.756, de 12 de dezembro de 2018, relativo ao último exercício anterior ao da instauração do processo administrativo sancionador, observado que a multa nunca será inferior à vantagem auferida, quando for possível sua estimação, nem superior a R\$ 2.000.000.000,00 (dois bilhões de reais) por infração;

III - no caso das demais pessoas físicas ou jurídicas de direito público ou privado e de quaisquer associações de entidades ou pessoas constituídas de fato ou de direito, ainda que temporariamente, com ou sem personalidade jurídica, que não exerçam atividade

empresarial, quando não for possível a utilização do critério do produto da arrecadação: multa de R\$ 50.000,00 (cinquenta mil reais) a R\$ 2.000.000.000,00 (dois bilhões de reais) por infração;

IV - suspensão parcial ou total do exercício das atividades, pelo prazo de até 180 (cento e oitenta) dias;

V - cassação da autorização, extinção da permissão ou da concessão, cancelamento do registro, descredenciamento ou ato de liberação análogo;

VI - proibição de obter titularidade de nova autorização, outorga, permissão, credenciamento, registro ou ato de liberação análogo, pelo prazo máximo de 10 (dez) anos;

VII - proibição de realizar determinadas atividades ou modalidades de operação, pelo prazo máximo de 10 (dez) anos;

VIII - proibição de participar de licitação que tenha por objeto concessão ou permissão de serviços públicos, na administração pública federal, direta ou indireta, por prazo não inferior a 5 (cinco) anos;

IX - inabilitação para atuar como dirigente ou administrador e para exercer cargo em órgão previsto em estatuto ou em contrato social de pessoa jurídica que explore qualquer modalidade lotérica, pelo prazo máximo de 20 (vinte) anos.

Assim, a partir da leitura do dispositivo, é possível notar que as penalidades são divididas em três grupos: (i) aplicáveis exclusivamente às pessoas físicas, (ii) aplicáveis exclusivamente às pessoas jurídicas e (iii) aplicáveis concomitantemente às pessoas físicas e jurídicas.

Das aplicáveis exclusivamente às pessoas físicas, contamos apenas uma penalidade, qual seja, a do inciso IX, que faz referência à inabilitação para atuação como dirigente ou administrador em pessoa jurídica que explore qualquer modalidade lotérica, por tempo fixado. Quanto às aplicáveis concomitantemente às pessoas físicas e jurídicas, as sanções variam desde advertências e multas até proibição de realizar

determinadas atividades (inciso que contém texto extremamente aberto, inclusive).

Todavia, a disposição dos artigos ora mencionados não se encontra em vigor, pois, conforme disposto no artigo 24, caput e parágrafo único, da Portaria 827/2024:

Art. 24. Para os fins do disposto no parágrafo único do art. 9º da Lei nº 14.790, de 2023, o prazo de adequação das pessoas jurídicas que estavam em atividade no Brasil quando da publicação da Lei nº 14.790, de 2023, às disposições legais e regulamentares vigentes sobre a loteria de apostas de quota fixa, inicia-se na data de publicação desta Portaria e encerra-se em 31 de dezembro de 2024.

Parágrafo único. **A partir de 1º de janeiro de 2025**, as pessoas jurídicas que estiverem em atividade no Brasil sem a devida autorização da Secretaria de Prêmios e Apostas do Ministério da Fazenda para exploração comercial da modalidade lotérica de apostas de quota fixa ficarão **sujeitas às penalidades pertinentes**. (destaques nossos)

Nesse ínterim, em que pese as infrações e penalidades estarem plenamente dispostas, elas constam como juridicamente inaplicáveis, afinal, até novembro de 2024, nenhuma das pessoas jurídicas que exploram atividades de quota fixa no Brasil estão autorizadas pelo Ministério da Fazenda. Assim, de acordo com o parágrafo único acima colacionado, apenas a partir de 1º de janeiro de 2025, tanto as pessoas jurídicas autorizadas quanto as não autorizadas estarão sujeitas as penalidades ali presentes.

A Portaria SPA/MF 1.143/2024, que tem por objeto regular questões atinentes à lavagem de dinheiro, apresenta mais uma breve menção que amplia a responsabilidade dos administradores quanto aos deveres de Prevenção à Lavagem de Dinheiro e ao Financiamento do Terrorismo Prevenção e Combate à Lavagem de Dinheiro e

ao Financiamento do Terrorismo e da Proliferação de Armas de Destruuição em Massa (PLD/FTP). Veja:

Art. 2º Esta Portaria é aplicável aos agentes operadores de apostas em relação aos deveres de PLD/FTP e de prevenção a outros delitos correlatos que lhes são legalmente atribuídos, inclusive sob a responsabilidade de seus administradores, na forma do art. 12 da Lei nº 9.613, de 1998.

Posteriormente, na Portaria SPA/MF 1.225/2024, é ratificada a possibilidade de que pessoas físicas sejam fiscalizadas por meio da Secretaria de Prêmios e Apostas do Ministério da Fazenda. Veja o § 2º do artigo 3º:

Art. 3º O monitoramento e a fiscalização das atividades de exploração da modalidade lotérica de aposta de quota fixa e dos agentes operadores de apostas terão abrangência nacional, sob a responsabilidade da Secretaria de Prêmios e Apostas do Ministério da Fazenda, no exercício da competência fiscalizatória.
(...)

§ 2º As medidas de fiscalização aplicam-se, no que couber, às atividades de pessoas físicas ou jurídicas que não estejam devidamente autorizadas pela Secretaria de Prêmios e Apostas do Ministério da Fazenda a explorar a modalidade lotérica de apostas de quota fixa.

Logo, percebe-se que a legislação é superficial e insuficiente, sem introduzir um regime de responsabilidade adequado aos sócios e administradores. Por consequência, pode-se imaginar a utilização de uma responsabilidade parecida com a de administradores de sociedades de cooperativas, conforme elucida o Código Civil de 2002, no artigo 1.095, § 2º:

Art. 1.095. Na sociedade cooperativa, a responsabilidade dos sócios pode ser limitada ou ilimitada.

(...)

§ 2º É ilimitada a responsabilidade na cooperativa em que o sócio responde solidária e ilimitadamente pelas obrigações sociais.

De forma talvez até mais intensa que nas sociedades de cooperativas de créditos, os administradores possuem, por vezes, patrimônios relevantes que são inatingidos em decorrência do véu da personalidade jurídica. Assim, um regime de responsabilização rígido e eficaz pode ser benéfico na medida que fornece um contrapeso para os sócios e acionistas que desfrutam de uma atividade extremamente rentável ao custo de inúmeras externalidades negativas.

Outro ponto alarmante da legislação pátria sobre o tema, encontra-se no artigo 43 da Lei 14.790/2023, cujo teor permite a realização de termos de compromisso por intermédio do próprio Ministério da Fazenda. Veja:

Art. 43. O Ministério da Fazenda, em juízo de conveniência e oportunidade devidamente fundamentado, com vistas a atender ao interesse público, poderá deixar de instaurar ou suspender, em qualquer fase que preceda a tomada da decisão de primeira instância, o processo administrativo destinado à apuração de infração prevista nesta Lei, se o investigado firmar termo de compromisso no qual se obrigue a, cumulativamente:

- I - cessar a prática sob investigação ou os seus efeitos lesivos;
- II - corrigir as irregularidades apontadas e indenizar os prejuízos; e
- III - cumprir as demais condições que forem acordadas no caso concreto, com obrigatório recolhimento de contribuição pecuniária.

Assim, o Ministério da Fazenda, que, como já esclarecido, não é sujeito de imparcialidade na regulação de apostas de quota fixa, pelo viés arrecadatório, é o responsável por firmar termos de compromisso com agentes operadores de apostas e os controladores dessas que podem afastar ou suspender a instauração de processo administrativo destinado à apuração de infrações previstas no próprio diploma.

Por conclusão, verifica-se que o regime de responsabilização dos sócios é extremamente ineficaz, seja pela sua insuficiência normativa, seja pelo seu caráter limitativo de responsabilidade, seja pela não vigência de seu teor mesmo após seis anos da promulgação da Lei 13.756/2018 ou, por fim, pela possibilidade de o Ministério da Fazenda firmar termos de compromisso que afastam a instauração de processo administrativo.

4.4 A DESTINAÇÃO DA ARRECADAÇÃO DAS APOSTAS DE QUOTA FIXA

Conforme anteriormente mencionado, uma das maiores preocupações do Ministério da Fazenda no que tange à regulação de apostas de quota fixa, se não a maior, é a perspectiva arrecadatória. Nesse sentido, a carência de previsão normativa e efetiva tributação desses entes durante quase uma década (observe-se, ainda não houve a tributação) parece ter gerado ruídos dentro de tal órgão ministerial. Por conseguinte, notamos uma política arrecadatória agressiva diante de tais agentes operadores de apostas de quota fixa, teor que se revela por meio das legislações atuais sobre o tema.

Inicialmente, a previsão da destinação do produto da arrecadação da loteria de apostas de quota fixa em meio físico ou virtual foi prevista na Lei 13.756/2018. Com a promulgação da Lei 14.790/2023, criou-se uma expectativa de mudança nessa previsão das destinações, o que se concretizou por meio do art. 51.A, o qual estabeleceu alterações à própria Lei 13.756/2018.

Quanto à atuação do Ministério da Fazenda por meio de portarias, há apenas uma portaria acerca do tema, qual seja a Portaria SPA/MF 1.212/2024, cujo teor limita-se a estabelecer como será realizado o repasse dessas destinações, em nada alterando os efetivos destinos dos produtos da arrecadação das apostas.

Assim, está no artigo 30, § 1º-A e incisos da Lei 13.756/2018 a efetiva regulação sobre a arrecadação das apostas, que dispõe:

Art. 30. O produto da arrecadação da loteria de apostas de quota fixa em meio físico ou virtual, salvo disposição em lei específica, será destinado:

- I. (revogado);
- II. (revogado);
- III. ao pagamento de prêmios; [...]
- IV. (revogado);
- V. ao pagamento do imposto de renda incidente sobre a premiação.

§ 1º- A Do produto da arrecadação após a dedução das importâncias de que tratam os incisos III e V do caput deste artigo, 88% (oitenta e oito por cento) serão destinados à cobertura de despesas de custeio e manutenção do agente operador da loteria de apostas de quota fixa e demais jogos de apostas, excetuadas as modalidades lotéricas previstas nesta Lei, e 12% (doze por cento) terão as seguintes destinações:

- I - 10% (dez por cento) para a área de educação, conforme ato do Ministério da Educação, por meio da seguinte decomposição: [...]
- II - 13,60% (treze inteiros e sessenta centésimos por cento) para a área da segurança pública, por meio da seguinte decomposição: [...]
- III - 36% (trinta e seis por cento) para a área do esporte, por meio da seguinte decomposição: [...]
- IV – (revogado);
- IV-A - 10% (dez por cento) para a seguridade social;
- V - 28% (vinte e oito por cento) para a área do turismo, por meio da seguinte decomposição: [...]

VI - 1% (um por cento) para o Ministério da Saúde, para medidas de prevenção, controle e mitigação de danos sociais advindos da prática de jogos, nas áreas de saúde;

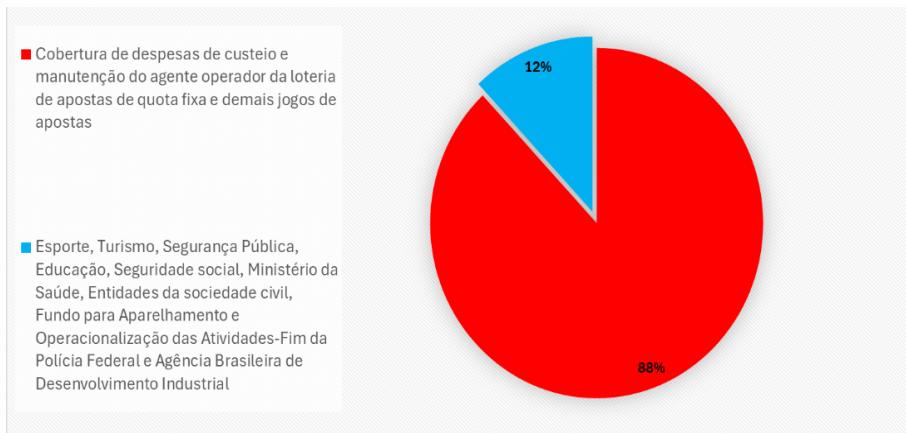
VII - 0,50% (cinquenta centésimos por cento) divididos entre as seguintes entidades da sociedade civil: [...]

VIII - 0,50% (cinquenta centésimos por cento) para o Fundo para Aparelhamento e Operacionalização das Atividades-Fim da Polícia Federal (Funapol); [...]

IX - 0,40% (quarenta centésimos por cento) para a Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial (ABDI).

Ou seja, deduzido o pagamento de prêmios e o pagamento do imposto de renda incidente sobre a premiação, o restante terá 88% (oitenta e oito por cento) destinado “à cobertura de despesas de custeio e manutenção do agente operador da loteria de apostas de quota fixa e demais jogos de apostas”, enquanto 12% (doze por cento) serão distribuídos pela forma descrita nos incisos do §1º-A.

Figura 1 – Destinação da arrecadação das apostas de quota fixa

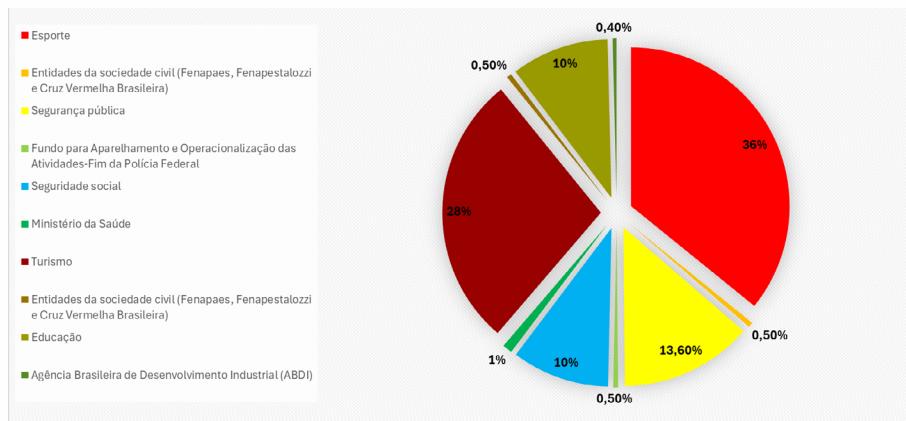


Fonte: elaboração própria, com base na Lei 13.756/2018

Conforme verifica-se, desses 12% (doze por cento): 36% (trinta e seis por cento) são destinados ao esporte; 28% (vinte e oito por cento)

para a área de turismo; 13,60% (treze inteiros e sessenta centésimos por cento) para a área da segurança pública; 10% (dez por cento) para a área de educação; 1% (um por cento) para o Ministério da Saúde; 0,50% (cinquenta centésimos por cento) divididos entre entidades da sociedade civil (Fenapaes, Fenapestalozzi e Cruz Vermelha Brasileira); 0,50% (cinquenta centésimos por cento) para o Fundo para Aparelhamento e Operacionalização das Atividades-Fim da Polícia Federal (Funapol), e, por fim; 0,40% (quarenta centésimos por cento) para a Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial (ABDI). Vide figura 2, que demonstra tal repartição.

Figura 2 – Destinações sociais do produto de quota fixa



Fonte: elaboração própria, com base na Lei 13.756/2018

Interessante notar que a maior porcentagem das arrecadações será destinada ao esporte, atingindo 36% (trinta e seis por cento). Embora pareça completamente compreensível e conectado o investimento no desporto, atividade tutelada, inclusive, constitucionalmente, a destinação perde um pouco a lógica na medida que analisamos os objetos das apostas de quota fixa. Conforme presente na Lei 14.790/2023, as apostas de quota fixa poderão ter por objeto não apenas eventos desportivos:

Art. 3º As apostas de quota fixa de que trata esta Lei poderão ter por objeto:

I - eventos reais de temática esportiva; ou

II - eventos virtuais de jogos on-line.

Parágrafo único. Não poderão ser objeto das apostas de que trata o caput deste artigo os eventos esportivos que envolvam as categorias de base ou eventos que envolvam exclusivamente atletas menores de idade em qualquer modalidade esportiva.

Ocorre que a introdução de eventos virtuais de jogos on-line pouco tem de relação com o esporte, isso porque nesse objeto são abarcados jogos de cassino e *crash games*, por exemplo. Assim, parece que houve uma falta de adaptação do legislador para com as mudanças introduzidas na legislação de 2023, uma vez que a partir da Lei 13.756/2018 apenas eventos esportivos estavam abarcados.

Se consideramos a destinação ao esporte com vinculação imperfeita, quando analisamos a destinação dos recursos para o turismo, segurança pública e aparato da Polícia Federal, carecemos ainda mais de vinculação. Não seria problemática a destinação da arrecadação para tais atividades se as atividades conectadas às apostas de quota fixa fossem plenamente exauridas, o que não se verifica.

Nesse sentido, algumas consequências decorrentes das atividades de apostas de quota fixa foram integralmente ignoradas. Portanto, seja a partir de novos diplomas legais, editados pelo Poder Legislativo ou pelo Poder Executivo, seja a partir da autorregulação, os agentes operadores de apostas deveriam atentar-se a certos pontos. A vantagem dessa última alternativa é a de que não há uma necessidade de respeitar os 12% (doze por cento), os quais já estão plenamente vinculados.

Caberia, portanto, destinar parte da renda auferida para, por exemplo, o atendimento de pessoas com dependência, a criação de comitês capazes de excluir usuários eivados pelo jogo patológico das plataformas de apostas e fornecer tratamento adequado, a criação de comitês que tivesse por objeto tratar sobre as políticas de publicidade

- a fim de garantir o funcionamento de políticas similares às de tabaco
- a criação de políticas capazes de evitar o superendividamento dos jogadores. Tais ações são meramente exemplificativas, mas fariam de melhor uso a destinação do produto da arrecadação das apostas de quota fixa, uma vez que estão plenamente conectadas a alguns dos seus diversos prejuízos para a sociedade. Essas atitudes, se realizadas pelos agentes operadores de apostas fariam parte de um âmago da responsabilidade social corporativa, a qual já vimos previamente.

5. CONCLUSÃO

Neste artigo, introduzimos a ideia de governança corporativa, o conceito de responsabilidade corporativa e como elementos dessas encontram-se presentes na legislação vigente. Na segunda seção, entendemos que o conselho de administradores da empresa (diretoria, por exemplo) adquiriu papel fundamental na estruturação da governança corporativa dentro de cada companhia, função que, inclusive, reduziu consideravelmente os poderes dos acionistas. Na terceira seção, a partir de um recorte histórico, demonstrou-se a evolução do conceito de responsabilidade social corporativa. Sendo Friedman e Coase vencidos por Dodd e Rathenau, prevaleceu-se a ideia de que as companhias possuem responsabilidade perante as externalidades negativas, em detrimento de uma suposta irresponsabilidade das empresas por problemas presentes no tecido social.

Após, com a introdução dos dispositivos que regulam os elementos da governança corporativa, notou-se que as regras que atribuem responsabilidade social corporativa aos agentes operadores de apostas são lenientes e insuficientes. Inclusive, nota-se que boa parte delas sequer consta em vigência, em que pese a atividade de apostas de quota fixa estar prestes a completar seis anos quando este artigo foi escrito.

Quanto ao capital social mínimo, verificamos que o modo de apurar tal valor, qual seja de forma fixa e exclusivamente no momento de outorga, demonstra-se contraproducente. O ideal seria que o cálculo comportasse proporcionalidade, não assumindo valor fixo. Além disso, as reservas dinâmicas, ao serem calculadas apenas no início e com valor fechado, podem se tornar incapazes de assegurar a saúde financeira dos agentes operadores de apostas. Assim, as reservas deveriam ser comprovadas mensalmente, com sua monta vinculada ao volume de apostas, a fim de garantir uma segurança fidedigna aos apostadores e aos participantes desse mercado.

Ao se debruçar nos requisitos exigidos para que sócios e administradores façam parte das pessoas jurídicas que exploram apostas de quota fixa, concluiu-se pela ineficiência de exigir somente que 20% do capital social da pessoa jurídica seja de brasileiro, haja vista a baixa parcela e o fato de que a exigência se resume ao início do procedimento. Ademais, as restrições de que os sócios façam parte de pessoas jurídicas relacionadas aos “eventos virtuais de jogos on-line”, não foram mencionadas, limitando-se a prever vedações conectadas com as apostas em “eventos reais de temática esportiva”.

O regime de responsabilização dos sócios e administradores, além de não estar em vigência, é extremamente limitada, resumindo-se a casos extremos. Questiona-se se um regime de responsabilização ilimitado, como em cooperativas de crédito e instituições financeiras, não supriria parte dessa necessidade. Além disso, na remota hipótese de ser responsabilizado, a pessoa física disporá da possibilidade de ter seu processo administrativo não instaurado ou suspenso, a partir de termo de compromisso com o Ministério da Fazenda.

As destinações das contribuições sociais dos agentes operadores de apostas parecem não se conectar com a realidade. Área de turismo, área de segurança pública, agência voltada a industrialização e fundo específico da polícia federal são alguns exemplos de receptáculos dessas destinações. As inúmeras externalidades negativas decorrentes da atividade de apostas, como transtorno ao jogo psicológico e lavagem de dinheiro, parecem ter ficado para segundo plano. Enquanto isso,

a área do esporte recebe 36% (trinta e seis por cento) da monta, configurando-se como maior beneficiário da destinação social (apesar de, conforme mencionado, boa parte das apostas não serem mais relacionadas aos esportes, mas sim a cassinos e a *crash games*).

Conclui-se, portanto, que as regras são muito lenientes, não regulando de fato o problema causado pela referida atividade. O Ministério da Fazenda, responsável pelas portarias que regulam o tema, parece ter um único objetivo: arrecadar o máximo possível, seja pela outorga de autorização, seja pela tributação. Esse anseio por tal Ministério revela-se nos valores de outorga e na possibilidade de um termo de compromisso entre esse e os agentes operadores de aposta.

Assim, o Estado notou sua própria falha, tanto quando não regulou a atividade de apostas de quota fixa quanto ao regular. As externalidades negativas – manipulação de resultados, lavagem de dinheiro, transtorno ao jogo patológico, participação de crianças e adolescentes, superendividamento dos apostadores, entre outras – não foram solucionadas pela legislação e pelas portarias ministeriais.

Esse desacerto do Estado, notório nos estudos empíricos que demonstram a perversidade dessas consequências e na Ação Direta de Inconstitucionalidade 7.721, permite a conclusão que caberá aos agentes operadores de aposta e a sociedade civil suprir essa lacuna regulatória do Estado, por meio, respectivamente, da autorregulação e da criação de comitês, por exemplo.

Assim, e somente assim, a regulação de apostas de quota fixa não sofrerá um *backlash*, que poderá culminar na proibição total da atividade exploratória. Em suma, diante da insuficiência estatal, o futuro das atividades de apostas de quota fixa está nas mãos daqueles que mais se usufruem dela, os agentes operadores de apostas, e daqueles que mais sofrem dela, a sociedade de forma geral. Caberá, por fim, pugnar se essa preocupação não surgirá tarde.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BRASIL. *Lei 13.756, de 12 de dezembro de 2018*. Acesso em: 28 nov. 2024.

BRASIL. *Lei 14.790, de 29 de dezembro de 2023*. Acesso em 28 nov. 2024.

BRASIL. *Ministério da Fazenda: Secretaria de Prêmios e Apostas – SPA*. Disponível em: <https://www.gov.br/fazenda/pt-br/composicao/orgaos/secretaria-de-premios-e-apostas>. Acesso em: 28 nov. 2024.

BRASIL. *Portaria 827, de 21 de maio de 2024*. Disponível em: <https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/portaria-spa/mf-n-827-de-21-de-maio-de-2024-561240128>. Acesso em: 28 nov. 2024.

BRASIL. *Portaria Normativa MF 1.330, de 26 de outubro de 2023*. Disponível em: <https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/portaria-normativa-mf-n-1.330-de-26-de-outubro-de-2023-519161250>. Acesso em: 28 nov. 2024.

BRASIL. *Portaria SPA/MF 1.143, de 11 de julho de 2024*. Disponível em: <https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/portaria-spa/mf-n-1.143-de-11-de-julho-de-2024-571718850>. Acesso em: 10 dez. 2024.

BRASIL. *Portaria SPA/MF 1.212, de 30 de julho de 2024*. Disponível em: <https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/portaria-spa/mf-n-1.212-de-30-de-julho-de-2024-575307801>. Acesso em: 28 nov. 2024.

BRASIL. *Portaria SPA/MF 1.225, de 31 de julho de 2024*. Disponível em: <https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/portaria-spa/mf-n-1.225-de-31-de-julho-de-2024-575691787>. Acesso em: 10 dez. 2024.

BRATTON, William W. The “Nexus of Contracts” Corporation: A Critical Appraisal. *Cornell Law Review*, v. 74, n. 3, p. 407-465, 1988-1989.

COASE, Ronald Harry. The Problem of Social Cost. *The Journal of Law & Economics*, Chicago, v. 3, p. 1-44, Oct. 1960.

DODD, Edwin Merrick. For Whom Are Corporate Managers Trustees? *Harvard Law Review*, v. 45, n. 7, p. 1145-1163, May 1932.

EELLS, Richard. *The Government of Corporations*. New York: Free Press of Glencoe, 1962.

FINANCIAL REPORTING COUNCIL. *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, London, p. 1-81, 1 Dec. 1992. Disponível em: <https://ecgi.global/code/cadbury-report-financial-aspects-corporate-governance>. Acesso em: 03 dez. 2024.

FRIEDMAN, Milton. The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits. *The New York Times Magazine*, New York, 13 Sept. 1970. Disponível em: <https://www.nytimes.com/1970/09/13/archives/a-friedman-doctrine-the-social-responsibility-of-business-is-to.html>. Acesso em: 03 dez. 2024.

RATHENAU, Walther. *In Days to Come*. Trad. Eden e Cedar Paul. New York: Alfred A. Knopf, 1921, p. 120.

GILSON, Ronald J. From Corporate Law to Corporate Governance. *ECGI Working Paper Series in Law*, Brussels, n. 324, p. 1-46, Sept. 2016. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2819128. Acesso em: 03 dez. 2024.

JENSEN, Michael C. *A Theory of the Firm: Governance, Residual Claims, and Organizational Form*. Cambridge: Harvard University, 2003.

PORTUGAL GOUVÊA, Carlos. *A Estrutura da Governança Corporativa*. São Paulo: Editora Quartier Latin, 2022.

SUPREMO TRIBUNAL FEDERAL. *Ação Direta de Inconstitucionalidade* 7.721. Disponível em: <https://portal.stf.jus.br/processos/detalhe.asp?incidente=7044517>. Acesso em: 05 dez. 2024.

AGRAVAMENTO DO RISCO NOS CONTRATOS SECURITÁRIOS: UM PANORAMA ENTRE O CÓDIGO CIVIL E O MARCO LEGAL DOS SEGUROS

AGGRAVATION OF RISK IN INSURANCE CONTRACTS: AN OVERVIEW OF THE CIVIL CODE AND THE INSURANCE LEGAL FRAMEWORK

Rafael de Freitas Santos (Universidade de São Paulo – USP)²³

Resumo: o setor de seguros dedica-se diariamente à análise, precificação e subscrição do risco. No momento da ocorrência e regulação de um sinistro, um dos pontos de extrema importância para as seguradoras é determinar se houve ou não agravamento do risco, a fim de compreender se há cobertura securitária. Quando o risco subscrito é agravado, ocorre a quebra no equilíbrio econômico-financeiro dos contratos securitários, o que pode resultar na perda do direito à indenização. O objetivo deste estudo é analisar a abordagem do Código Civil em relação ao agravamento do risco, e explorar o tópico de agravamento do risco na Lei nº 15.040, de 9 de dezembro de 2024 (Marco Legal dos Seguros). Além disso, buscou-se realizar uma breve análise da jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça (STJ) para compreender os temas recorrentes relacionados à pesquisa, bem como entender como são solucionadas as controvérsias que guardam relação com o tema pesquisado. Com efeito, constatou-se que o Marco Legal dos Seguros não teve como objetivo promover alterações extremamente significativas, mas sim aperfeiçoar a legislação e abordar alguns aspectos que já eram pacíficos na jurisprudência, inclusive.

²³ Advogado na área de Seguros, Resseguros e Previdência Privada no Machado Meyer Advogados. Aluno Especial no Programa de Pós-Graduação em Direito Econômico e Economia Política da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (USP). Bacharel em Direito pela Universidade Presbiteriana Mackenzie (2024). É membro efetivo das Comissões Especiais da OAB/SP de Direito dos Seguros e Resseguros (2024-2025), Previdência Privada (2025) e Estudos de Direito e Economia (2025).

Palavras-chaves: Agravamento do risco. Agravamento. Marco Legal dos Seguros. Seguros. Risco.

Abstract: the insurance industry is dedicated to analyzing, pricing and underwriting risk on a daily basis. When a claim is made and settled, one of the most important points for insurers is to determine whether or not the risk has been aggravated, in order to understand whether there is insurance cover. When the risk underwritten is aggravated, the economic and financial balance of insurance contracts is broken, which can result in the loss of the right to compensation. The aim of this study is to analyze the Civil Code's approach to risk aggravation, and to explore the topic of risk aggravation in Law No. 15,040 of December 9, 2024 (the Insurance Legal Framework). In addition, a brief analysis of the jurisprudence of the Superior Court of Justice (STJ) was sought in order to understand the recurring themes related to the research, as well as to understand how controversies that are related to the researched topic are resolved. In fact, the Legal Framework for Insurance was not intended to bring about extremely significant changes, but rather to improve the legislation and address some aspects that were already well-established in case law.

Keywords: Aggravation of risk. Aggravation. Insurance Legal Framework. Insurance. Risk.

Sumário: 1. Introdução. 2. Um breve histórico do trâmite do PL nº 29/2017. 3. Agravamento do risco – legislação atual e a proposta do PL. 3.1 Agravamento do risco no Código Civil. 3.2 Agravamento do risco proposta no PL. 4. Breve análise jurisprudencial sobre o agravamento do risco. 5. Considerações Finais. 6. Referências bibliográficas.

1. INTRODUÇÃO

O contrato de seguro nasce²⁴ como um produto da modernidade²⁵, pacto não originado do Direito Romano²⁶, configurado como uma espécie de contrato em que uma parte (segurado) deseja resguardar algo de seu interesse e a outra parte (comumente, as seguradoras) assume o compromisso de resguardar esse interesse, mediante o pagamento de um valor pré-determinado (prêmio). Assim, por meio de uma análise atuarial, o seguro promove a socialização do risco²⁷ entre os segurados e beneficiários, por meio da assunção do dever de indenizar à seguradora²⁸.

Não só por isso, a essência da relação securitária está fortemente ligada à imprevisibilidade e ao risco²⁹ enfrentados pelo segurado e

24 Sobre o tema, Gilberto Brasil afirma que “[a] origem do seguro é controvertida, pois os que estudaram o assunto não lograram um ponto de vista comum. A divergência congrega duas correntes principais: a corrente histórica e a corrente técnica. Enquanto a corrente histórica conseguiu vislumbrar, em certas operações de remotas épocas, alguns caracteres assemelhados aos seguros de hoje, apontando até o nascimento do seguro, com isso não concorda a outra, que exige, naquelas operações, a presença da maioria dos característicos que identificam o seguro moderno”. (BRASIL, Gilberto. **O ABC da matemática atuarial e princípios gerais de seguros**. Porto Alegre: Sulina, 1985. p. 172.)

25 KRETZMANN, Renata Pozzi Boa-fé no Contrato de Seguro: o dever de informar o segurador. In: GOLDBERG, Ilan; JUNQUEIRA, Thiago. **Temas Atuais de Direito dos Seguros - Tomo I**. - 1. ed. - São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020, p. 355.

26 MIRANDA, Francisco Cavalcanti Pontes de. **Tratado de Direito Privado. T. XIV**. Rio de Janeiro: Borsoi, 1964, p. 277.

27 Niklas Luhmann sugere em seu livro **Sociologie des Risikos** (1991) que risco é a incerteza sobre o futuro e que este é um entendimento moderno, pois as civilizações mais antigas e avançadas desenvolveram técnicas de processamento completamente diferentes para problemas analógicos e, portanto, não precisavam de uma palavra para o que hoje entendemos por risco. O risco moderno seria a probabilidade ou possibilidade de perigo.

28 Segundo Fábio Ulhoa Coelho, “[...] esta garantia se materializa, entre outras obrigações, na de pagar ao segurado, ou a terceiros beneficiários, determinada quantia, caso ocorra evento futuro e incerto” (COELHO, Fábio Ulhoa. **Manual de direito comercial: direito de empresa**. 27. Ed. São Paulo: Saraiva, 2015, p. 37).

29 Isso, pois “[n]ão há contrato de seguro sem que exista risco definido. É da sua própria natureza que o risco seja identificado para que possa haver levantamento do grau de possibilidade do seu acontecimento. O contrato de seguro não pode ser celebrado para garantir ocorrência de risco indefinido” (DELGADO, José Augusto. **Comentários**

pela seguradora, podendo resultar em perdas que, na maioria das vezes, são de natureza patrimonial. Isso se deve à inevitável incerteza do que o futuro reserva a cada momento. Neste sentido, é certo que ninguém está imune a vivenciar eventos que resultem em perdas, independentemente de serem de natureza patrimonial ou de qualquer outra. Nesse contexto, Frank Larrúbia Shih argumenta que:

Desastres horríveis e cinematográficos que vão desde o Titanic até ao World Trade Center revelam que absolutamente ninguém escapa das contingências da vida. É uma morte, um acidente, um incêndio, uma enchente, um desabamento, em qualquer momento, em qualquer lugar. Tudo isso assusta o homem e causa enorme sofrimento, perturbando o seu instinto de sobrevivência³⁰.

Conforme evidencia Dely Dia das Neves, “[a] importância do contrato de seguro, centro de toda a atividade securitária para a economia nacional e mundial, é inequívoca. O milionário movimento financeiro advindo da sua comercialização, com a arrecadação de prêmios e pagamentos de indenizações, por si só comprova o seu imenso prestígio”.³¹ No Brasil, a movimentação financeira e o prestígio do setor são evidenciados – e comprovados – nos números apresentados pela Superintendência de Seguros Privados (SUSEP), no Relatório Mensal do Mercado Supervisionado. Com efeito, o

ao novo Código Civil: das várias espécies de contrato. Do seguro (arts. 757 a 802), vol. XI. tomo I. 1 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2007, p. 181).

30 SHIH, Frank Larrúbia. **Os princípios do direito securitário.** - Revista de informação legislativa, v. 39, n. 156, out./dez. 2002. p. 109.

31 NEVES, Dely Dias das. **O Contrato de Seguro: perspectiva da atividade securitária privada sob a ótica do Projeto de Lei n° 3.555/2004.** 2008. 25 f. Dissertação (Mestrado em Direito Civil) – Centro de Estudos Sociais Aplicados, Universidade Estadual de Londrina, Londrina, 2008, p. 13.

documento evidenciou que o setor supervisionado obteve receitas de R\$ 175,88 bilhões no acumulado até maio de 2025.³²

Por outro lado, é importante ressaltar que o risco, elemento fundamental do contrato de seguro e que faz parte da relação securitária, pode sofrer modificações durante a sua vigência, especialmente por se tratar de um contrato aleatório, bilateral e de execução continuada³³, mesmo sendo o risco um dado social objetivo, em que a regularidade e intensidade de sua incidência, assim como seus efeitos e a consequências destes últimos, podem ser previamente conhecidos e com alto grau de certeza.³⁴

Isso significa que podem ocorrer modificações significativas na relação econômico-financeira estabelecida entre a seguradora e o segurado, impactando diretamente o equilíbrio contratual estabelecido entre as partes. Essas alterações podem resultar em obrigações e/ou prestações que se tornam irrazoáveis e desproporcionais para uma das partes, comprometendo a justiça e a equidade do contrato. A manutenção de um contrato justo é fundamental para a sustentabilidade das relações comerciais no setor de seguros e para cumprimento da função social do contrato.

Dessa forma, o Código Civil³⁵ estabelece um dever legal ao segurado de (a) não agravar o risco intencionalmente³⁶; e (b) de avisar,

32 Conforme o relatório, “[...] montante 0,75% acima daquele obtido no mesmo período de 2024, que foi de 174,57 bilhões.” (BRASIL. Ministério da Fazenda. Superintendência de Seguros Privados – **Boletim SUSEP: Dados menais do setor de seguros, previdência e capitalização**. Distrito Federal. Pub. mai. 2025. Disponível em: < <https://www.gov.br/susep/pt-br/arquivos/arquivos-dados-estatisticos/boletins-susep/2025/BoletimSusepMaio2025.pdf> >. Acesso em: 12 ago. 2025.

33 BASTOS, Úrsula Goulart. O agravamento do risco no seguro de dano. In: GOLDBERG, Ilan; JUNQUEIRA, Thiago. **Temas Atuais de Direito dos Seguros - Tomo I**. – 1. ed. – São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020, p. 507.

34 TZIRULNIK, Ernesto; CAVALCANTI, Flávio; PIMENTEL, Ayrton. **O contrato de seguro: de acordo com o novo código civil brasileiro**. 2. ed. São Paulo: RT, 2003, p. 58.

35 Legislação que será revogada pela Marco Legal dos Seguros em dezembro de 2025 e que era aplicável ao contrato de seguro.

36 O art. 768 do Código Civil prescreve que “o segurado perderá o direito à garantia se agravar intencionalmente o risco objeto do contrato”.

tão logo seja possível, o agravamento considerável do risco³⁷, sendo que o descumprimento de ambos os deveres podem ocasionar a perda do direito à garantia securitária.³⁸

No entanto, é evidente, mediante a leitura dos artigos, que a primeira questão que se impõe é: qual é a verdadeira e correta definição de agravamento do risco conforme estabelecido no artigo? Para Ernesto Tzirulnik, Flávio de Queiroz B. Cavalcanti e Ayrton Pimentel, “agravar o risco equivale a aumentar a probabilidade de ocorrência da lesão ao interesse garantido, ou a severidade dessa lesão”³⁹. Neste sentido, é impossível dissociar agravamento do risco de uma análise envolvendo a probabilidade e intencionalidade (*animus* do agente).

De igual modo, há a discussão sobre o que seria um considerável agravamento do risco, dado a subjetividade do vocábulo – considerável – e a possibilidade de interpretações divergentes e enviesadas.

A verdade é que “não há definição legal sobre o que seria agravamento substancial” do risco securitário⁴⁰. O legislador do Código Civil, conhecido por ser minucioso em seus conceitos, não intentou em definir claramente o conceito de considerável agravamento do risco, ou até mesmo do próprio agravamento do risco, possivelmente devido à amplitude conceitual que o termo pode assumir nas circunstâncias factuais.

37 O art. 769 do Código Civil aduz que “o segurado é obrigado a comunicar ao segurador, logo que saiba, todo incidente suscetível de agravar consideravelmente o risco coberto, sob pena de perder o direito à garantia, se provar que silenciou de má-fé”.

38 Segundo Flávio Tartuce, “[...] em havendo uma *rotina de omissões de informações*, essas conduzem a condutas que, tendo relacionamento direto com o sinistro, afastam o pagamento da indenização ou do capital garantido, presente uma relação causal”. (TARTUCE, Flávio. Do contrato de seguro empresarial e algumas de suas polêmicas: natureza jurídica, boa-fé e agravamento do risco. In: GOLDBERG, Ilan; JUNQUEIRA, Thiago. **Temas Atuais de Direito dos Seguros** - Tomo I. 1. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020, p. 507).

39 TZIRULNIK, *op. cit.*, p. 80.

40 GOULART, Úrsula Sando de Ávila. **O agravamento do risco no contrato de seguro**. 2010. 97 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Centro de Ciências Sociais, Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2010.

Neste sentido, com o objetivo sanar referida obscuridade legislativa, o § 1º do Marco Legal dos Seguros, com referência ao § 2º do art. 13 do Projeto de Lei nº 29, de 2017⁴¹ (“PL nº 29/2017” ou “PL”), prescreve que:

será relevante o agravamento que conduza ao aumento significativo e continuado da probabilidade de realização do risco descrito no questionário de avaliação de risco referido no art. 44 ou da severidade dos efeitos de tal realização⁴².

Assim, é possível notar que o trecho em questão buscou estabelecer legalmente quando o relevante agravamento do risco estaria configurado, sem, contudo, conceituar o que viria a ser agravamento do risco, mantendo na órbita da subjetividade a interpretação deste tópico dentro da relação securitária.

O presente estudo teve como propósito a compreensão da forma como o Código Civil regulava o agravamento do risco nos contratos de seguro e como o Marco Legal dos Seguros o faz atualmente. Além disso, o estudo abrange a análise do PL (que deu origem ao Marco Legal dos Seguros), seus fundamentos e os efeitos no contrato de seguro.

Na primeira parte (tópico 2), será realizado um resumo do trâmite do PL, identificando as principais sugestões de mudanças e as nuances enfrentadas no processo legislativo. Além disso, analisaremos o percurso do PL no Congresso Nacional, desde 2004 até sua publicação no Diário Oficial da União (DOU) em 9 de dezembro de 2024, destacando os principais pontos da tramitação.

41 BRASIL. Câmara dos Deputados, 2017. **Projeto de Lei nº 29, de 2017**. Dispõe sobre normas de seguro privado; revoga dispositivos da Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil); e dá outras providências. Disponível em: <<https://www25.senado.leg.br/web/atividade/materias/-/materia/128831>>. Acesso em: 15 set 2024.

42 BRASIL. **Lei nº 15.040, de 9 de dezembro de 2024**. Diário Oficial da União, seção 1, Brasília, DF, ano 162, n. 237, p. 3-7, 10 dez. 2024. Disponível em: <https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2023-2026/2024/lei/l15040.htm>. Acesso em: 16 jul. 2025.

A segunda parte (tópico 3), explorará os pressupostos conceituais de considerável agravamento do risco no Código Civil e no Marco Legal dos Seguros, juntamente com as justificativas e os contrapontos usados no PL em relação aos artigos que versam sobre agravamento e relevante agravamento do risco.

A terceira – e última – parte do estudo (tópico 4), investigará a possibilidade de divergência na interpretação do agravamento e relevante agravamento do risco entre o segurado e a seguradora, incluindo uma análise da orientação jurisprudencial do Superior Tribunal de Justiça (“STJ”) sobre o tema em questão, com o objetivo de entender as nuances desse tema no referido tribunal.

2. UM BREVE HISTÓRICO DO TRÂMITE DO PL N° 29, DE 2017

O PL não foi o pioneiro na proposta de estabelecer diretrizes diferentes das previstas no Código Civil para os contratos de seguros no Brasil. Na realidade, ele é uma continuação do Projeto de Lei número 3.555/2004⁴³ (“PL nº 3.555/2004”), que foi o primeiro projeto de lei sobre contratos de seguro na história do país⁴⁴. Esse último projeto adveio de um anseio dos estudiosos de seguros em ter um diploma normativo mais abrangente e específico sobre o tema, para além dos 45 artigos que o Código Civil possuía sobre o tema, em linha com práticas

43 Importa mencionar que o anteprojeto do PL foi elaborado pelo Instituto Brasileiro de Direito do Seguro (IBDS), tendo sido responsáveis pelo trabalho o Dr. Ernesto Tzirulnik, presidente do Instituto, e o Dr. Flávio de Queiroz Bezerra Cavalcanti, membro de seu Conselho Diretor. (TZIRULNIK, Ernesto; CAVALCANTI, Flávio de Queiroz Bezerra. **Revista Brasileira de Direito do Seguro e da Responsabilidade Civil**. Abertura, por Ernesto Tzirulnik. Instituto Brasileiro do Direito do Seguro (IBDS). MP Editora: São Paulo, 2009, p. 9).

44 POLIDO, Walter. SOAT – Seguro Obrigatório de Acedentes de Trânsito – PL N° 8.338/2017 – É razoável a proposta legislativa na forma que ela se apresenta ou não? In: OSORIO, Fernanda Corrêa; SANTOS, Jaqueline Wichneski dos; SANTOS, Rosângela Maria Herzer dos Santos; VILLAR, Ricardo Einsfeld (coordenadores). **Direto dos Seguros**. Porto Alegre: OABRS, 2021, p. 225.

internacionais, como ocorre na Inglaterra, Alemanha, Bélgica, Reino Unido e Japão, por exemplo⁴⁵.

Além disso, importa mencionar que o PL nº 3.555/2004 teve início na Câmara dos Deputados (“Câmara”), apresentado pelo então Deputado José Eduardo Cardozo, em 13 de maio de 2004⁴⁶.

Na Câmara, o PL nº 3.555/2004 foi encaminhado à **(i)** Comissão de Desenvolvimento Econômico, Indústria e Comércio; **(ii)** Comissão de Seguridade Social e Família; e **(iii)** Comissão Especial. Após isso, em 2010, houve apresentação de um requerimento do então Deputado Moreira Mendes requerendo a apensação do Projeto de Lei nº 8.034, de 2010 (“PL nº 8.034/2010”), que também estabelecia normas gerais em contratos de seguro privado e revogava disposições em contrário. Em verdade, é evidente que – como de costume – os interesses e influências que buscam modificar textos legislativos se manifestam nas intervenções nas comissões e no lobby exercido por parlamentares para promover alterações tanto textuais quanto interpretativas.

45 “Com a nova Lei, o Brasil passará a adotar um modelo dual, com uma Lei de Contrato de Seguro somada à atuação da autoridade reguladora, colocando o país no mesmo sentido das muito recentes reformas de países como a Inglaterra, Alemanha, Bélgica, Reino Unido e Japão, que promulgaram ou reformaram suas leis específicas para o contrato de seguro, experimentando crescimento econômico do setor”. (BRASIL. Ministério da Fazenda. Superintendência de Seguros Privados. **Presidente da República sanciona Lei do Contrato de Seguro**. Disponível em: <<https://www.gov.br/susep/pt-br/central-de-conteudos/noticias/2024/dezembro/presidente-da-republica-sanciona-lei-do-contrato-de-seguro>>. Acesso em: 12 ago. 2025.

46 Conforme Parecer nº 11, 2024, do Senado Federal, “[...] o esforço de atualização da legislação sobre seguros é motivada: (a) pelo fato de que as antigas normas, refletindo o tempo de sua concepção, priorizavam o patrimônio e valores econômicos, “inclusive com subestimação da pessoa humana” – isso, segundo os autores, apesar dos avanços representados pela aprovação do Código de Defesa do Consumidor (1990) e do Código Civil de 2002; (b) pela relevância do seguro privado, que se traduz não apenas em seu peso econômico (participação no PIB), mas também na importância que as indenizações possuem para o prosseguimento das atividades econômicas, sendo que a disciplina precisa e clara do contrato de seguro seria uma pendência há muito por ser cumprida no País e a atualização da legislação, uma forma de trazer equilíbrio para as relações securitárias; (c) pela necessidade de tratar o contrato de seguro em lei própria, a exemplo do que ocorre em diversos países do mundo, dada a inviabilidade de se concentrar a regulamentação de matéria tão vasta e complexa apenas no Código Civil.” (BRASIL, Senado Federal, **Parecer (SF) nº 11, de 2024**. Disponível em: https://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=9582268&ts=1723668991216&rendition_principal=S&disposition=inline. Acesso em: 22 ago. 2024, p. 11/12).

Ato contínuo, na Comissão Especial, foi requisitado a realização de audiência pública para debater o projeto com o mercado e estudiosos de seguros, como os Srs. João Elísio Ferraz de Campos – então Presidente da Fenaseg; José Carlos Moitinho de Almeida – renomado jurista e escritor, especialista em contratos de seguro; Luís Fernando Massonetto – representante da Companhia Siderúrgica Nacional; Dr. Ernesto Tzirulnik – Presidente do Instituto Brasileiro do Direito do Seguro; Sr. Lídio Duarte – então Presidente do IRB-Brasil Resseguros S/A; Dr. Sylvio Sacramento Fernandes – então Presidente da AIDA (Associação Internacional de Direito de Seguro – Seção Brasileira) e ainda um representante da SUSEP, entre outras companhias e pessoas do mercado securitário.

As audiências públicas, nesses casos, desempenham um papel importante na discussão dos textos propostos, uma vez que, frequentemente, os temas estão cercados por conceitos e modelos complexos que vão além da compreensão dos parlamentares, exigindo um entendimento especializado de um determinado mercado.

Ademais, conforme o Parecer (SF) nº 11, de 2024

[...] o PL nº 8.290, de 2014, do Deputado Marcos Montes, igualmente apensado, surgiu como uma reação à apresentação do primeiro substitutivo do relator Deputado Armando Vergílio (ex-superintendente da Susep e então presidente da Fenacor), considerado uma “clara oposição à modernização das relações contratuais propostas no PL nº 8.034, de 2010” (sucessor aprimorado do PL nº 3.555, de 2004). Finalmente, um novo substitutivo, dessa feita do Deputado Lucas Vergílio, alinhado com o PL nº 8.290, de 2014, foi aprovado na Comissão Especial em caráter terminativo e remetido ao Senado Federal.⁴⁷

⁴⁷ BRASIL, Senado Federal, **Parecer (SF) nº 11, de 2024**. Disponível em: https://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=9582268&ts=1723668991216&rendition_principal=S&disposition=inline. Acesso em: 22 ago. 2024, p. 12.

Em decorrência desse trâmite prolongado, restou evidente que houve várias tentativas de adequações e modificações no texto normativo que regulamentaria o contrato de seguros, todos realizados por parlamentares da Câmara entre 2004 e 2016. Não obstante isso, a Coordenação de Comissões Permanentes da Câmara, em 2017, encaminhou o parecer da Comissão Especial para publicação, encerrando o processo do PL nº 3.555/2004 e enviando-o para a casa revisora (*i.e.*, o Senado Federal), onde foi denominado de PL nº 29/2017⁴⁸.

Assim, muito embora houvesse uma expectativa do mercado para que o trâmite do PL nº 3.555/2004 fosse ocorrer rapidamente⁴⁹ (o que se anota, não ocorreu, pois o PL nº 3.555/2004 tramitou por doze anos apenas na Câmara⁵⁰), para que pudéssemos ter no Brasil uma lei especial sobre o assunto, é notório que se passaram 20 (vinte) anos para se estabelecer, no âmbito jurídico, uma lei especial que aborda o contrato de seguros⁵¹ no Brasil.

48 Conforme entendimento do art. 246, inciso I, alínea ‘a’, do Regimento Interno do Senado Federal, onde consta que as proposições que versam sobre projetos de lei da Câmara terão numeração anual. (BRASIL. Congresso. Senado Federal. **Regimento interno do Senado Federal: resolução nº 93, de 1970** / Senado Federal. – Brasília : Senado Federal, 2023, p. 97).

49 Neste sentido, Paulo de Tarso Vieira Sanseverino, então Ministro do Superior Tribunal de Justiça, alegou que “[a] expectativa da rápida aprovação da lei especial do contrato de seguro ensejou a postergação da terceira edição da obra”, fazendo referência ao livro “O contrato de seguro de acordo com o código civil brasileiro”. (TZIRULNIK, Ernesto. **O contrato de seguro de acordo com o código civil brasileiro**. Flávio de Queiroz B. Cavalcanti, Ayrton Pimentel. 3. ed. São Paulo: Editora Roncarati, 2016, p. 38).

50 Conforme Parecer nº 11, 2024, do Senado Federal , “[o] PL nº 3.555, de 2004, tramitou por doze anos na Câmara dos Deputados, havendo sido objeto de audiências públicas, recebido 199 emendas e quatro substitutivos, tido dois projetos de lei apensados, até ser aprovado na forma do substitutivo apresentado pelo Deputado Lucas Vergilio, em 13/12/2016, pela Comissão Especial destinada a analisá-lo”. (BRASIL, Senado Federal, **Parecer (SF) nº 11, de 2024**. Disponível em: https://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=9582268&ts=1723668991216&rendition_principal=S&disposition=inline. Acesso em: 22 ago. 2024, p. 12).

51 Corroborando a ideia, “[t]odos os coautores acreditavam que em breve o Brasil contaria com sua primeira Lei de Contrato de Seguro, luta na qual se embrenharam, a partir de Anteprojeto escrito no âmbito do Instituto Brasileiro do Direito do Seguro (IBDS), que evoluiu para o Projeto de Lei nº 3.555/2004, do então deputado José Eduardo Cardozo, recém egresso Ministro da Justiça. Lamentavelmente, apesar o

Segundo Ernesto Tzirulnik, em uma entrevista concedida ao site especializado em mercados, investimentos e negócios no Brasil, InfoMoney, o PL ficou estagnado devido à falta de interesse e às objeções manifestadas pelo governo Bolsonaro. Ele acredita que, se o projeto fosse submetido a votação durante àquele governo, certamente seria rejeitado⁵².

Nota-se que o PL foi enviado ao Senado Federal após o impeachment da ex-presidenta Dilma Rousseff, em um período de intensa efervescência política, quando o governo que assumiu – sob a liderança do então presidente Michel Temer – buscava restabelecer a ordem no país e construir uma base para alternativas nas eleições de 2018, dada a polarização da população. No entanto, mesmo após esse momento, o PL ficou totalmente estagnado, sem qualquer avanço, durante o governo Bolsonaro, o que indicou que o tema realmente não estava entre as prioridades daquela administração.

É nesse contexto que, apenas durante a gestão atual (governo Lula), o PL foi considerado e discutido, como uma das principais prioridades pelo Ministério da Fazenda, sob a liderança de Fernando Haddad⁵³. Essa circunstância pode explicar a razão pela qual o PL

imenso esforço, e mesmo tendo o Ministério da Justiça classificado o Projeto como prioritário, os trabalhos legislativos foram marcados por intenso debate e estenderem-se por mais de 10 anos. Sobreveio o Projeto de Lei nº 8.034/2010, do Sr. Rubens Moreira Mendes e, atualmente, a busca da lei especial de contrato de seguro continua graças ao Projeto de Lei nº 8.290/2014, do Sr. Marcos Montes e ao Projeto de Lei do Senado nº 477/2013, do Sr. Humberto Costa. O fato é que a eminência de uma nova lei de contrato de seguro acabou postergando – e muito – a revisão desta obra. Por isso, mesmo tendo-se esgotado rapidamente a 2ª edição, somente depois de uma década se fez a revisão ensejadora desta terceira edição” (TZIRULNIK, Ernesto. **O contrato de seguro de acordo com o código civil brasileiro**. Flávio de Queiroz B. Cavalcanti, Ayrton Pimentel. – 3. ed. – São Paulo: Editora Roncarati, 2016, p. 39/40).

52 TZIRULNIK, Ernesto. Tzirulnik: Chegou a hora de ter lei sobre mercado seguros, e não judicializar sinistros. **InfoMoney (Estadão Conteúdo)**, São Paulo, 10 de dezembro de 2023. Disponível em: <<https://www.infomoney.com.br/minhas-financas/tzirulnik-chegou-a-hora-de-ter-lei-sobre-mercado-seguros-e-nao-judicializar-sinistros/>>. Acesso em: 15 ago. 2024.

53 **Senado aprova novas regras para os seguros, e texto segue para a Câmara.** Exame, São Paulo, 18 de junho de 2024. Disponível em: <<https://exame.com/economia/senado-aprova-novas-regras-para-os-seguros-e-texto-segue-para-a-camara/>>. Acesso em 15 ago. 2024.

teve um trâmite célere na casa revisora (*i.e.*, Senado). Além disso, não se pode desconsiderar o lobby realizado junto aos parlamentares da esquerda (senadores e deputados federais), solicitando que pautassem e votassem o PL, em ambas as casas legislativas.

Já no Senado, o PL foi encaminhado para a **(i)** Comissão de Constituição, Justiça e Cidadania (CCJ), onde obteve parecer favorável, com apresentação de 13 (treze) emendas substitutivas pelos Senadores⁵⁴, e à **(ii)** Comissão de Assuntos Econômico (CAE), onde ocorreu a apresentação de 10 (dez) emendas substitutivas, onde somente 3 (três) foram acolhidas⁵⁵. Por fim, no dia 18 de junho de 2024, foi aprovado o substitutivo no Plenário do Senado.

Ato contínuo, uma vez que o PL teve início na Câmara, ele retornou para essa casa do Congresso Nacional, onde os Deputados analisaram apenas as substituições feitas pelo Senado⁵⁶. Tramitando em regime de urgência, o PL⁵⁷ foi aprovado na Câmara e posteriormente sancionado pelo Presidente Lula, se transformando na Lei nº 15.040, de 09 de dezembro de 2024.

3. AGRAVAMENTO DO RISCO – LEGISLAÇÃO ATUAL E A PROPOSTA DO PL

O risco é um elemento em constante mutação. Atualmente, com a dinâmica e a fluidez da vida em sociedade, os riscos tendem

54 Das 13 (treze) emendas, apenas 1 (uma) emenda foi acolhida integral – Emenda Substitutiva nº 11.

55 Destaca-se que não faz parte do escopo desta pesquisa a análise do conteúdo material intrínseco à cada emenda e, por esse motivo, reserva-se o direito de apenas mensurar a quantidade de emendas apresentadas.

56 Assim como ocorreu com o PL, que foi nomeado após a ida do Projeto de Lei nº 3.555/2004 para o Senado Federal, o PL foi renumerado para Projeto de Lei nº 2.597/2024, agora de volta à Câmara dos Deputados.

57 BRASIL. Câmara dos Deputados, 2024. **Projeto de Lei nº 2597, de 2024**. Estabelece normas gerais em contratos de seguro privado e revoga dispositivos do Código Civil, do Código Comercial Brasileiro e do Decreto-Lei nº 73 de 1966. Disponível em: <<https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=253500>>. Acesso em 16 out. 2024.

a se modificar com maior rapidez, comportando certo grau de volatilidade⁵⁸.

No entanto, agravar o risco de uma cobertura securitária significa que o risco avaliado pela seguradora no momento da subscrição do seguro aumentou. Em outras palavras, a seguradora fica mais exposta ao risco do que quando originalmente aceitou a cobertura⁵⁹ e, neste sentido, é de extremo interesse das partes do contrato de seguro saber se o risco ocorreu por fato da natureza ou do próprio homem⁶⁰.

Nos tópicos a seguir, serão analisados os diferentes desfechos possíveis quando o risco é agravado, considerando tanto a perspectiva do Código Civil quanto a lógica do Marco Legal dos Seguros.

3.1 AGRAVAMENTO DO RISCO NO CÓDIGO CIVIL

Não há no Código Civil a definição do agravamento do risco; contudo, o diploma, ao mencionar agravamento do risco, penalizava **(i)** o segurado que intencionalmente agrava o risco objeto do contrato; e **(ii)** o segurado que, ao tomar conhecimento, não comunica imediatamente qualquer incidente capaz de agravar consideravelmente o risco coberto. Esse é o entendimento retirado dos arts. 768⁶¹ e 769⁶² do Código Civil.

58 MIRAGEM, Bruno; PETERSEN, Luiza. Alteração do risco no contrato de seguro e critérios para a sua qualificação: agravamento e diminuição do risco. In: GOLDBERG, Ilan; JUNQUEIRA, Thiago. **Temas Atuais de Direito dos Seguros** - Tomo I. - 1. ed. - São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020, p. 467.

59 No termos do livro, “O contrato de seguro de acordo com o código civil brasileiro”: “*aggravar o risco equivale a aumentar de forma relevante e duradoura a probabilidade de ocorrência da lesão ao interesse garantido, ou a severidade dessa lesão*”. (TZIRULNIK, Ernesto. **O contrato de seguro de acordo com o código civil brasileiro**. Flávio de Queiroz B. Cavalcanti, Ayrton Pimentel. - 3. ed. - São Paulo: Editora Roncarati, 2016, p. 122). Entretanto, não me filio a esse conceito, tendo em vista que os vocábulos ‘relevante e duradoura’ me soam genéricos.

60 ALVIM, Pedro. **O Contrato de Seguro**. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 1999, p. 214.

61 Art. 768. O segurado perderá o direito à garantia se agravar intencionalmente o risco objeto do contrato.

62 Art. 769. O segurado é obrigado a comunicar ao segurador, logo que saiba, todo incidente suscetível de agravar consideravelmente o risco coberto, sob pena de perder o direito à garantia, se provar que silenciou de má-fé.

Ainda, nos casos em que o risco é agravado, mesmo sem definição específica do que isso significa, a legislação prevê a opção para que a seguradora resolva o contrato. Para tanto, a seguradora deve fazê-lo nos 15 (quinze dias) seguintes ao recebimento do aviso de agravamento do risco, desde que o agravamento não tenha ocorrido por culpa do segurado (art. 769, §1º). Além disso, o contrato só pode ser resolvido em até 30 (trinta) dias após a comunicação ao segurado, com a devida restituição da diferença do prêmio (art. 769, §2º).

Por fim, o Código Civil estabelece que, na ausência de acordo entre o segurado e a seguradora, a diminuição do risco durante a vigência do contrato não resulta na redução do prêmio estabelecido. No entanto, se a diminuição do risco for significativa, o segurado tem o direito de exigir a revisão do prêmio ou a rescisão do contrato (art. 770).

3.2 AGRAVAMENTO DO RISCO NO MARCO LEGAL DOS SEGUROS

O Marco Legal dos Seguros, ao contrário do Código Civil, busca estabelecer uma base legislativa mais sólida, do ponto de vista jurídico, para essa espécie contratual. Nesse sentido, o Marco Legal dos Seguros dedicou uma seção inteira (Seção III) para regular o risco e suas complexidades.

Dentro dessa seção, foram abordados seis tópicos que compreendem a totalidade dos artigos que regulam, de alguma forma, o agravamento do risco. Abaixo está posta uma tabela com os novos artigos e sua correspondência no CC:

Tabela 1 - Comparativo entre os artigos sobre agravamento de risco no Marco Legal dos Seguros e no Código Civil

| Artigos do Marco Legal dos Seguros | Artigos do Código Civil (correspondentes) |
|---|---|
| Art. 14. O segurado deve comunicar à seguradora relevante agravamento do risco, tão logo dele tome conhecimento. | Art. 769. O segurado é obrigado a comunicar ao segurador, logo que saiba, todo incidente suscetível de agravar consideravelmente o risco coberto, sob pena de perder o direito à garantia, se provar que silenciou de má-fé. |
| § 1º Ciente do agravamento, a seguradora poderá, no prazo de 20 (vinte) dias, cobrar a diferença de prêmio ou, não sendo tecnicamente possível garantir o novo risco, resolver o contrato, hipótese em que este perderá efeito em 30 (trinta dias) contados do recebimento da notificação de resolução. | § 1º O segurador, desde que o faça nos quinze dias seguintes ao recebimento do aviso da agravamento do risco sem culpa do segurado, poderá dar-lhe ciência, por escrito, de sua decisão de resolver o contrato. § 2º A resolução só será eficaz trinta dias após a notificação, devendo ser restituída pelo segurador a diferença do prêmio. |
| § 2º A resolução deve ser feita por qualquer meio idôneo que comprove o recebimento da notificação pelo segurado, e a seguradora deverá restituir a eventual diferença de prêmio, ressalvado, na mesma proporção, seu direito ao resarcimento das despesas incorridas com a contratação. | Sem correspondente |
| § 3º O segurado que dolosamente descumprir o dever previsto no caput perde a garantia, sem prejuízo da dívida de prêmio e da obrigação de ressarcir as despesas incorridas pela seguradora. | Art. 769. O segurado é obrigado a comunicar ao segurador, logo que saiba, todo incidente suscetível de agravar consideravelmente o risco coberto, sob pena de perder o direito à garantia, se provar que silenciou de má-fé. |
| § 4º O segurado que culposamente descumprir o dever previsto no caput fica obrigado a pagar a diferença de prêmio apurada, ou, se a garantia for tecnicamente impossível ou o fato corresponder a tipo de risco que não é normalmente subscrito pela seguradora, não fará jus à garantia | Sem correspondente |

| | |
|---|--|
| <p>Art. 15. Se, em consequência do relevante agravamento do risco, o aumento do prêmio for superior a 10% (dez por cento) do valor originalmente pactuado, o segurado poderá recusar a modificação no contrato, resolvendo-o no prazo de 15 (quinze) dias, contado da ciência da alteração no prêmio, com eficácia desde o momento em que o estado de risco foi agravado.</p> | <p>Sem correspondente</p> |
| <p>Art. 16. Sobreindo o sinistro, a seguradora somente poderá recusar-se a indenizar caso prove o nexo causal entre o relevante agravamento do risco e o sinistro caracterizado.</p> | <p>Sem correspondente</p> |
| <p>Art. 17. Nos seguros sobre a vida ou integridade física, mesmo em caso de relevante agravamento do risco, a seguradora somente poderá cobrar a diferença de prêmio.</p> | <p>Sem correspondente</p> |
| <p>Art. 18. Se houver relevante redução do risco, o valor do prêmio será proporcionalmente reduzido, ressalvado, na mesma proporção, o direito da seguradora ao resarcimento das despesas realizadas com a contratação.</p> | <p>Art. 770. Salvo disposição em contrário, a diminuição do risco no curso do contrato não acarreta a redução do prêmio estipulado; mas, se a redução do risco for considerável, o segurado poderá exigir a revisão do prêmio, ou a resolução do contrato.</p> |

Para estudar de forma mais aprofundada cada novidade introduzida pelo PL, optou-se por dividir a análise nos subtópicos mencionados abaixo.

3.2.1 COMUNICAÇÃO DO RELEVANTE AGRAVAMENTO DO RISCO

O Marco Legal dos Seguros foi mais conciso em relação à comunicação do relevante agravamento do risco, ao reduzir a redação do art. 769 do Código Civil. Ao analisar apenas a sintaxe, o legislador optou por substituir a palavra ‘obrigado’ pela palavra ‘deve’, o que na prática não altera o cerne da obrigação. O segurado continua, de

acordo com o art. 14 do Marco Legal dos Seguros, sendo obrigado a comunicar o agravamento do risco, logo que dele tome conhecimento.

De igual modo, o legislador optou por manter a legislação subjetiva ao prever que o agravamento do risco deve ser relevante para ser comunicado. Em contraponto, no Código Civil, falava-se em agravamento considerável, ao invés de relevante. Neste sentido, embora a essência não tenha sido alterada, permanece no mundo jurídico a subjetividade do que seria um relevante agravamento do risco, de forma que, muitas vezes, essas subjetividades acabam sendo levadas ao judiciário ou à arbitragem para que as situações sejam interpretadas⁶³, caso os contratos não tenham usado termos definidos para tanto.

Sobre o assunto, Bruno Miragem e Luiza Petersen aduzem que “[o] Código Civil, ao tratar do instituto, vale-se de conceitos indeterminados. Utiliza as noções de alteração “considerável do risco” e de “agravamento intencional do risco”, sem precisar, contudo, seus significados”⁶⁴. Com efeito, é unânime na doutrina brasileira que o legislador não logrou êxito em exemplificar o que seria um relevante agravamento do risco.

O agravamento relevante do risco pode ser definido como a modificação dos pressupostos previamente utilizados pela seguradora para a precificação e subscrição do risco, seja por ações humanas, diferenciando dolo e culpa, ou por eventos da natureza. Para essa análise, seria necessário listar, de forma objetiva, quais são esses pressupostos; no entanto, essa tarefa não será abordada neste estudo, uma vez que o tema é complexo e não se alinha ao objetivo deste trabalho.

63 O PL tenta, inclusive, conceituar o que viria a ser relevantes agravamento do risco, ao mencionar que “[s]erá relevante o agravamento que conduza ao aumento significativo e continuado da probabilidade de realização do risco descrito no questionário de avaliação de risco referido no art. 44 ou da severidade dos efeitos de tal realização”. No entanto, é evidente que a tentativa não foi eficaz, pois ainda permanece subjetiva em relação ao relevante agravamento do risco.

64 MIRAGEM, *op. cit.*, p. 480.

Após superar o *caput* do novo artigo do Marco Legal dos Seguros, o legislador inovou ao prever um aumento de 15 (quinze) para 20 (vinte) dias no prazo que a seguradora terá para, nos casos em que ocorrer o agravamento do risco: (i) cobrar a diferença de prêmio; ou (ii) caso não seja tecnicamente possível garantir o risco, resolver o contrato. Além disso, o Marco Legal dos Seguros também prevê que, embora a seguradora deva restituir a diferença do prêmio, terá direito ao ressarcimento das despesas incorridas com a contratação, na mesma proporção.

Ainda, sobre a comunicação do agravamento do risco, o art. 769 do Código Civil apenas prevê a perda da garantia para o segurado que não comunicar o agravamento do risco de má-fé. No entanto, o PL inova ao distinguir a não comunicação com ou sem intenção do segurado. Dessa forma, (i) se o segurado não comunicar o agravamento de forma intencional (com dolo), além de perder a garantia, não terá direito à restituição do prêmio e, se este foi parcelado, deverá pagar tudo, incorrendo ainda na obrigação de ressarcir as despesas incorridas pela seguradora; mas (ii) se a não comunicação se der sem intenção (às vezes, com culpa), o segurado deverá pagar a diferença do prêmio apurada, ou, se a garantia for tecnicamente impossível ou se a seguradora não tiver apetite para assumir o novo risco, perderá a garantia.

Este entendimento está eivado na boa-fé, que é intrínseco ao contrato de seguro. Com efeito, “não há seguro sem boa-fé objetiva”⁶⁵. Segundo Pontes de Miranda,

“O segurador põe sobre si a álea que o contraente teme, ou pode temer. Precisa saber qual a extensão dessa álea. Por isso, tem de contar com as declarações exatas do contraente. Só assim pode ele saber se lhe convém, ou não, o contrato, com o prêmio de que se trata, ou o próprio contrato. Tem de fazer indagações

⁶⁵ POLIDO, Walter A. **Contrato de seguro: novos paradigmas**. São Paulo: Editora Roncarati, 2010, p. 97.

que confirmem, neguem, ou completem essas declarações. De qualquer modo, tem de admitir a boa fé e contar com a boa-fé com que o interessado se manifesta.”⁶⁶

De maneira geral, o Marco Legal dos Seguros mantém a obrigação de comunicar o agravamento do risco (desde que este seja relevante), porém introduziu novas medidas para o caso de não comunicação, especialmente no que diz respeito a intencionalidade, além de acrescentar 5 (cinco) dias para que a seguradora avalie se está disposta a assumir o novo risco ou se resolverá o contrato.

3.2.2 AUMENTO E REDUÇÃO DO PRÊMIO NO AGRAVAMENTO DO RISCO

Outra novidade do Marco Legal dos Seguros está no art. 15, que estabelece a opção de o segurado rejeitar o aumento do prêmio, caso este ultrapasse 10% (dez por cento), rescindindo o contrato de seguro em até 15 (quinze) dias. Nessas situações, o prazo é contado a partir do conhecimento da alteração no prêmio, tendo efeito desde o momento em que o estado de risco foi agravado.

É relevante observar que não existe disposição equivalente no Código Civil. Neste sentido, caso o prêmio do seguro aumentasse e o segurado não concordasse com o valor, apenas se houvesse previsão na apólice de seguro é que ele poderia rescindir o contrato. No entanto, essa possibilidade estava fortemente condicionada ao clausulado de cada apólice, uma vez que o segurado não contava com respaldo legal nesse sentido.

Por outro lado, de acordo com o parágrafo 1º do art. 769 do Código Civil, como já mencionado acima, a seguradora poderia rescindir o contrato de seguro em que houvesse um agravamento do risco, podendo exercer esse direito nos 15 (quinze) dias seguintes

66 MIRANDA, Francisco Cavalcanti Pontes de. **Tratado de Direito Privado**. T. XLV. Rio de Janeiro: Borsoi, 1964, p. 479.

ao recebimento do aviso do agravamento do risco, desde que o agravamento tenha ocorrido sem culpa do devedor. Observe que esse direito da seguradora não estava vinculado a uma porcentagem específica, mas sim condicionado ao aviso, feito pelo segurado, do agravamento do risco, mesmo que tal agravamento não resultasse em aumento do prêmio ou não estivesse de acordo com o apetite da seguradora em subscrever o risco.

De maneira similar, o Marco Legal dos Seguros trouxe inovações nos casos em que ocorrer a redução do risco – uma situação oposta ao agravamento. Conforme o art. 18 do novo diploma, quando houver uma redução significativa do risco, o prêmio deverá ser revisado pela seguradora e reduzido proporcionalmente, com a ressalva do direito da seguradora ao ressarcimento das despesas incorridas com a contratação.

Em comparação, o art. 770 do Código Civil estabelecia que a diminuição do risco durante a vigência do contrato de seguro não resultava, automaticamente, na redução do prêmio acordado. Contudo, caso ocorresse uma redução significativa, a seguradora poderia solicitar a revisão do contrato ou até mesmo a sua rescisão.

Observe que a posição do segurado nessa relação jurídica sofreu uma modificação. O que anteriormente era uma opção do segurado, agora se tornou uma obrigação da seguradora. Além disso, o início do referido artigo mencionava que este é o entendimento padrão, salvo disposição em contrário, ou seja, caso as seguradoras adotassem interpretações diferentes em suas apólices de seguro e os segurados concordassem, o princípio do *pacta sunt servanda* seria mantido, o que não ocorre no Marco Legal dos Seguros.

De toda forma, como já mencionado, a definição do que constituiria uma redução significativa do risco ainda permanece como uma questão subjetiva. Embora seja desafiador estabelecer um critério claro, que evite ambiguidades, a subjetividade abre espaço para que as disputas entre segurados e seguradoras persistam, de modo que o que é considerado relevante para o segurado pode não ser

para a seguradora, e vice-versa, o que contribui para a alta incidência de litígios sobre esse tema.

3.2.3 NEXO CAUSAL ENTRE O AGRAVAMENTO DO RISCO E O SINISTRO RECLAMADO

O art. 16 do Marco Legal dos Seguros também representa uma inovação⁶⁷, sem correspondência no Código Civil. O referido dispositivo estabelece que a seguradora está obrigada a comprovar o nexo causal entre o agravamento relevante do risco e o sinistro, caso intente recusar o pagamento da indenização por este motivo. Em outras palavras, se a seguradora não conseguir comprovar o nexo causal, não poderá recusar o pagamento da indenização solicitada pelo segurado, baseando-se no nexo causal, mas sim, terá que explorar outras hipóteses para negar o pagamento da indenização.

Vale pontuar que o agravamento do risco pode ocorrer em qualquer modalidade de seguro e a prestação de informações distorcidas ou imprecisas pode desequilibrar o contrato. Neste sentido, por exemplo, sobre seguro garantia, Poletto afirma que “a qualidade, a transparência e a veracidade das informações transmitidas ao segurador são requisitos que impactam a possibilidade de obter uma cobertura de seguro-garantia, desde a formação, interpretação, execução e extinção contratual”⁶⁸.

Outrossim, esse artigo do Marco Legal dos Seguros reproduz o atual entendimento do STJ, que considera que a conduta do segurado deve ser determinante para o evento, e que deve existir um nexo de causalidade entre o comportamento do agente e o sinistro. Um

⁶⁷ Entretanto, é importante ressaltar que a inovação, neste caso, somente ocorre no âmbito legislativo, uma vez que a jurisprudência já reconhecia que, para a confirmação do agravamento do risco no sinistro reclamado, era necessário demonstrar o nexo causal. Isso é especialmente relevante nos casos em que se discutia o agravamento do risco em situações de condução de veículo automotor sob a influência de álcool (EREsp 973.725/SP; REsp 1.665.701/RS; AgInt no AREsp 1.081.746/SC; e AgInt no AREsp 1.110.339/SP)

⁶⁸ POLETTI, Gladimir Adriani. **O seguro-garantia**. São Paulo: Editora Roncarati, 2021, p. 53 e 183.

exemplo disso é o caso de embriaguez ao volante, conforme julgado abaixo:

“AGRADO REGIMENTAL NO AGRADO EM RECURSO ESPECIAL. CIVIL. SEGURO DE AUTOMÓVEL. ACIDENTE DE TRÂNSITO. EMBRIAGUEZ DO SEGURADO. CAUSA DETERMINANTE DO SINISTRO. AGRAVAMENTO DIRETO DO RISCO OBJETO DO CONTRATO. INVERSÃO DO JULGADO. VEDAÇÃO. SÚMULA N° 7/STJ. 1. Consoante o art. 768 do Código Civil, “o segurado perderá o direito à garantia se agravar intencionalmente o risco objeto do contrato”. Logo, somente uma conduta imputada diretamente ao próprio segurado e que, por culpa ou dolo, agravar o risco contratado dá azo à perda da indenização securitária. 2. **Com relação especificamente ao seguro de automóvel e à embriaguez ao volante, não basta a constatação de que o condutor ingeriu bebida alcóolica para afastar o direito à garantia. Deve ser demonstrado que o agravamento do risco objeto do contrato se deu porque o segurado estava em estado de ebriedade, e essa condição foi causa determinante para a ocorrência do sinistro, ou porque permitiu que o veículo segurado fosse conduzido por pessoa embriagada. Nessa última hipótese, todavia, a responsabilidade do segurado esgota-se com a entrega das chaves ao terceiro.** 3. Se o tribunal local, com base nos fatos e nas provas da causa, concluiu pela existência de nexo de causalidade entre a embriaguez do segurado e o acidente de trânsito, chegar a conclusão diversa encontra óbice na Súmula nº 7/STJ.”⁶⁹ (gn)

Dessa forma, um exemplo de agravamento do risco sem nexo causal, conforme o precedente mencionado, é quando um segurado

⁶⁹ BRASIL. Superior Tribunal de Justiça, **AgRg no AREsp 411.567/SP**, Rel. Min. Ricardo Villas Bôas Cueva, 3^a Turma, j. em 04/11/2014, DJe 7 nov. 2014.

tem seu veículo atingido por terceiro. Consideremos que, nesse caso, foi constatado que o segurado estava dirigindo embriagado, mas que isso não contribuiu para o acidente, uma vez que o outro motorista perdera o controle do seu veículo. Nesse cenário hipotético, a seguradora não poderia recusar o pagamento da indenização alegando agravamento de risco, devido ao fato de o segurado ter sido flagrado dirigindo embriagado, uma vez que tal fato não possui nexo causal com o sinistro.

Outro exemplo ocorre quando o segurado, embriagado, atropela vítimas e possui um seguro de responsabilidade civil. Nesse contexto, de acordo com Cavalieri Filho, “(...) ‘a embriaguez só não excluirá a cobertura no caso de seguro de responsabilidade civil, porque este (...) destina-se a reparar os danos causados pelo segurado, culposa ou dolosamente, a terceiros, as maiores vítimas da tragédia do trânsito. Excluir a cobertura em casos tais seria punir as vítimas em lugar do causador dos danos’”⁷⁰. Neste caso, embora a embriaguez tenha causado o agravamento do risco, o terceiro, que seria indenizado, não teve nenhuma ação ou omissão que justificasse a recusa da indenização, uma vez que foi vítima do acidente causado pelo segurado.

Como visto, o agravamento do risco deverá ser analisado durante a regulação do sinistro para determinar se há nexo causal com o referido sinistro, o que poderá autorizar (ou não) a seguradora a negar a indenização ao segurado, positivando assim o entendimento jurisprudencial do STJ.

3.2.4 A RELAÇÃO DO SEGURO DE VIDA E INTEGRIDADE FÍSICA E O AGRAVAMENTO DO RISCO

O art. 17 do Marco Legal dos Seguros estabelece que, nos seguros de vida ou de integridade física, caso haja agravamento do risco,

⁷⁰ CAVALIERI FILHO, Sérgio. **Programa de Responsabilidade Civil**, 10^a ed., São Paulo: Atlas, 2012, pág. 489.

a seguradora somente poderá cobrar a diferença no prêmio, sem a possibilidade de rescindir o contrato.

Também importa mencionar que tal previsão não encontra correspondente no Código Civil. Neste sentido, pode-se concluir que o agravamento do risco nos seguros de vida ou de integridade física não poderá ter como resultado mais a perda de cobertura.

Casos análogos aos que resultaram na exclusão da cobertura, conforme decisões do STJ, terão desfechos diversos. A título de ilustração: (i) quando o segurado dirige um veículo na contramão e sem habilitação⁷¹; (ii) quando o segurado se envolve em uma briga que resulta em sua morte devido ao uso de uma arma de fogo que ele mesmo portava⁷²; e (iii) quando o segurado dirige o seu automóvel embriagado e sem cinto de segurança⁷³.

Ainda, Thiago Junqueira indaga se:

“No limite, (...) a seguradora terá que pagar para o beneficiário o capital segurado de um segurado que venha a falecer enquanto assaltava um banco ou participava de uma disputa de racha? Repita-se: quais as implicações sociais dessa nova postura do legislador? Vale a pena agravar o risco social para não agravar o risco do segurado? É importante observar que em muitos casos a seguradora simplesmente opta por não dar cobertura a certos riscos, sendo deveras questionável essa solução de cobrança da diferença do prêmio.”⁷⁴

71 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça, **AgInt no AREsp 1.918.874/SC**, Rel. Min. Luis Felipe Salomão, 4^a Turma, j. 21 fev. 2022, Dje 24 nov. 2022.

72 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça, **AgRg no AREsp 613.000/RJ**, Rel. Min. Marco Aurélio Bellizze, 3^a Turma, j. 26 maio. 2015., Dje 9 jun. 2015.

73 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça, **EDcl no REsp 1.243.077/SP**, Rel. Min. Raul Araújo, 4^a Turma, j. 13 ago. 2013, Dje 29 ago. 2013.

74 JUNQUEIRA, Thiago. **Aprovação do PL de Seguros nº 29/2017 seria um erro (parte 2)**. Revista Consultor Jurídico, publicado em: 1 jun. 2023. Disponível em: <<https://www.conjur.com.br/2023-jun-01/seguros-contemporaneos-aprovacao-pl-seguros-292017-seria-erro-part2/>> . Acesso em 10 out. 2024.

Dessa forma, surge o debate sobre até que ponto é benéfico para o mercado de seguros ser obrigado a pagar indenizações mesmo em situações em que houve agravamento do risco por parte do segurado e/ou beneficiário, resultando em prejuízo no equilíbrio contratual. Além disso, questiona-se se o segurado/beneficiário tem o dever de agir com boa-fé em relação à seguradora.

4. BREVE ANÁLISE DA JURISPRUDÊNCIA SOBRE O TEMA

Optou-se por analisar, neste trabalho, apenas julgados do STJ para verificar os temas recorrentes e o posicionamento da corte superior, sobre o agravamento do risco. Para isso, foram usadas as seguintes palavras-chaves: “[agravamento do risco”]; “[agravamento do risco securitário”]; e “[agravamento risco”].

Ao realizar a pesquisa na jurisprudência atual, restou evidente que os casos mais recorrentes envolvem segurados que conduziam veículos automotores após consumir bebidas alcoólicas ou fazer o uso de substâncias entorpecentes. Nessas circunstâncias, a discussão se concentra em determinar se houve (ou não) agravamento do risco, o que poderia isentar a seguradora da obrigação de indenizar em caso de sinistro. Mas não só isso, há uma discussão sobre

“[a] função social do contrato de seguro de responsabilidade associado à embriaguez ao volante. O posicionamento anterior da Corte estava atrelado ao efeito *ex ante* da responsabilidade civil, dissuasório, de cunho preventivo. Tal entendimento tem como foco uma projeção de futuro, com o objetivo de prevenir acidentes, sob a concepção de que a função social desse seguro está relacionada ao desestímulo de práticas socialmente nocivas, tal qual dirigir após a ingestão de bebida alcoólica. Já o posicionamento mais recente se refere aos acidentes já ocorrido no passado, privilegiando, portanto, o efeito *ex post* da responsabilidade civil, pautado nos benefícios

compensatórios que justificariam a função social do contrato.”⁷⁵

Neste sentido, a jurisprudência atual é unânime em aduzir que o agravamento do risco do art. 768 do Código Civil envolve tanto o dolo quanto a culpa grave do segurado, que tem o dever de vigilância (*culpa in vigilando*) e o dever de escolha adequada daquele a quem confia a prática do ato (*culpa in eligendo*)⁷⁶.

É por este motivo que, por exemplo, a configuração do risco agravado não se dá somente quando o próprio segurado se encontra embriagado na direção do veículo, mas abrange também os condutores principais, mormente ao se considerar que o segurado tem o dever de vigilância e o dever de escolha adequada daquele a quem confia a prática do ato.

Neste sentido:

PROCESSUAL CIVIL. AGRAVO INTERNO NO AGRAVO EM RECURSO ESPECIAL. SEGURO. ACIDENTE DE TRÂNSITO. EMBRIAGUEZ DETERMINANTE. AGRAVAMENTO DO RISCO. REEXAME DE CLÁUSULAS CONTRATUAIS E DO CONJUNTO FÁTICO-PROBATÓRIO DOS AUTOS. INADMISSIBILIDADE. SÚMULAS N. 5 E 7 DO STJ. DECISÃO MANTIDA. 1. O recurso especial não comporta exame de questões que impliquem revisão de cláusulas contratuais e revolvimento do contexto fático-probatório dos autos (Súmulas n. 5 e 7 do STJ). 2. No caso concreto, o Tribunal de origem examinou a prova dos autos, para concluir que o condutor do veículo estava

75 LOUREIRO, Taisa Afonso; PARGENDLER, Mariana. Contrato de seguro e os efeitos da embriaguez ao volante: reflexões sobre a diretriz da LINDB quanto à consideração das “consequências práticas” das decisões judiciais. In: GOLDBERG, Ilan; JUNQUEIRA, Thiago. **Temas Atuais de Direito dos Seguros - Tomo I.** - 1. ed. - São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020, p. 597.

76 Observe que, por não ter ainda entrado em vigor, o STJ somente se debruçou sobre questões envolvendo o Código Civil, situação que mudará, após a entrada em vigor do Marco Legal dos Seguros.

embriagado no momento do sinistro, e que essa condição foi determinante para o agravamento do risco e a ocorrência do acidente de trânsito. Alterar esse entendimento é inviável em recurso especial. 3. Conforme entendimento do STJ, se a embriaguez do segurado for causa determinante do sinistro, ele deixa de fazer jus à indenização securitária, ante o agravamento do risco contratado. 4. **“O agravamento do risco não se dá somente quando o próprio segurado se encontra alcoolizado na direção do veículo; também abrange os condutores principais (familiares, empregados e prepostos), e envolve tanto o dolo quanto a culpa grave do segurado, que tem o dever de vigilância e o dever de escolha adequada daquele a quem confia a prática do ato.**

Precedentes”⁷⁷ (gn)

Além disso, em algumas ocasiões, foi levantado o princípio do absenteísmo, que implica no dever do segurado de se abster de qualquer ação que possa irrazoavelmente aumentar o risco contratual. Este princípio tem sido invocado para avaliar a conduta do segurado e sua relação com o agravamento do risco, influenciando diretamente na regulação do sinistro da seguradora⁷⁸. Nestes termos:

77 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça, **AgInt no REsp n. 1.664.910/PR**, Rel. Min. Maria Isabel Gallotti, 4^a Turma, j. em 12 dez. 2017, DJe 18 dez. 2017.

78 Neste sentido, “(...) não fosse assim e admitido o entendimento acima exposto, bastaria ao proprietário do veículo nunca conduzi-lo, fazendo sempre uso do subterfúgio de registrar o bem em nome de terceiro, de esposa, de filhos, pois se imunizaria frente às consequências contratuais do mau uso que vier a fazer do bem. Seria como que um salvo-conduto para que se conduzisse o veículo sob influência de álcool, impregnando o contrato de seguro com uma exegese frontalmente contrária à função social mencionada no art. 421 do CC e à boa-fé preconizada no art. 422 do mesmo diploma legal. (...) Ao se entender que o dispositivo do art. 768 do CC deve ser interpretado literalmente e que a disposição contratual acerca da inexistência de cobertura por condução de veículo sob influência de álcool destina-se unicamente ao próprio segurado, se está emprestando ao contrato de seguro de veículos automotores uma exegese, a nosso ver, contrária à sua função social e com efeitos nefastos a toda a sociedade.” (gn) (FERNANDES, Marcus Frederico B. Seguro de Automóvel - perda de direito decorrente de condução por terceiro sob efeito de álcool. In: MIRAGEM, Bruno e CARLINI, Angélica (org.), **Direito dos Seguros**, São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2014, pág. 459).

Com efeito, **o segurado deve se portar como se não houvesse seguro em relação ao interesse segurado (princípio do absenteísmo)**, isto é, deve abster-se de tudo que possa incrementar, de forma desarrazoada, o risco contratual, sobretudo se confiar o automóvel a outrem, sob pena de haver, no Direito Securitário, salvo-conduto para terceiros que queiram dirigir embriagados, o que feriria, como visto, a função social do contrato de seguro, por estimular comportamentos danosos à sociedade.

A discussão é relevante, pois a perda do direito à indenização securitária, nos termos do Marco Legal dos Seguros, exige a prática intencional pelo segurado de ato que leva ao agravamento do risco, não sendo possível, por conseguinte, recusar a indenização em caso de agravamento causado por ação exclusiva de terceiro, ausente qualquer dolo ou culpa grave do segurado, como, por exemplo, culpa exclusiva de terceiro, falha mecânica e/ou elétrica do próprio automóvel, imperfeições na pista, animais na estrada, entre inúmeros outros motivos que podem ser responsáveis pelo sinistro, cabendo à seguradora provar todo o alegado.

É pelo motivo ventilado acima que não basta constatar que o condutor (segurado) tenha ingerido substância alcoólica quando ocorrido o sinistro. Pelo contrário:

(...) consoante os precedentes, deve ser demonstrado que o agravamento do risco se deu **(i) porque o segurado estava em estado de ebriedade, e essa condição foi causa determinante para a ocorrência do sinistro**, ou, ainda, **(ii) porque permitiu que o veículo segurado fosse conduzido por pessoa embriagada**. Nessa última hipótese, contudo, a

responsabilidade do segurado esgota-se tão só com a entrega das chaves ao terceiro⁷⁹.

Este entendimento, inclusive, foi tema da Súmula n. 620 do STJ, que orientou que “[a] embriaguez do segurado não exime a seguradora do pagamento da indenização prevista em contrato de seguro de vida”.

Nesse contexto,

(...) é necessário diferenciar a intenção de agravar o risco da prática intencional de ato que leva despercebidamente a essa agravação. Neste último caso, a solução dependerá da gravidade ou intensidade dos efeitos gravosos do comportamento. Comportando-se o segurado de maneira que a realização do risco ou o aumento da intensidade dos seus efeitos se torne previsível, é de se aplicar a regra da caducidade⁸⁰.

Assim, o Marco Legal dos Seguros se revela de extrema importância legislativa quando considerado em conjunto com a jurisprudência atual. Por exemplo, busca-se estabelecer de forma clara o nexo causal entre o agravamento do risco e o sinistro reclamado, seguindo uma prática já consolidada na jurisprudência. A harmonização entre a legislação proposta e os precedentes judiciais é fundamental para a segurança jurídica e a efetivação dos direitos e deveres das partes envolvidas em casos de sinistros em que se discute-se o agravamento de risco.

79 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça, **REsp n. 1.485.717/SP**, Rel. Min. Ricardo Villas Bôas Cueva, 3^a Turma, j. em 22 nov. 2016, DJe 13 dez. 2016.

80 TZIRULNIK Ernesto. **O Contrato de Seguro de acordo com o Novo Código Civil Brasileiro**. Flávio de Queiroz B. Cavalcanti, Ayrton Pimentel São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2003.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Conforme demonstrado, o objetivo deste trabalho foi investigar como o Código Civil – legislação que disciplinava juridicamente o contrato de seguros – normatizava o agravamento do risco, em contraposição ao Marco Legal dos Seguros, se propondo, destro deste contexto, a analisar as alterações sobre agravamento do risco, averiguando seu alinhamento com a jurisprudência do STJ e perspectivas do mercado securitário brasileiro, além das repercussões jurídicas.

Com efeito, constatou-se que o Marco Legal dos Seguros não tem como objetivo promover alterações extremamente significativas, mas sim aperfeiçoar a legislação e abordar alguns aspectos que já eram pacíficos na jurisprudência, inclusive.

Neste sentido, fato é que a comunicação do agravamento do risco continua obrigatória para o segurado no Marco Legal dos Seguros⁸¹, sendo que a inobservância a esse dever pode culminar na perda da cobertura securitária. Assim, a inovação a este tópico se dá em três aspectos:

- i. na substituição da palavra ‘considerável’, em relação ao agravamento, para ‘relevante’. Aqui, apesar da intenção do legislador de conferir ao texto um caráter mais sério, no sentido de determinar quais agravamentos devem ser comunicados, a subjetividade do que constitui um agravamento relevante do risco ainda persiste no âmbito jurídico, levando frequentemente à necessidade de recorrer ao judiciário ou à arbitragem para a interpretação dessas situações;
- ii. na previsão de perda da garantia com relação à intencionalidade do segurado. No Marco Legal dos Seguros, apenas a não comunicação intencional – dolosa – do relevante

⁸¹ Muito embora tenha ocorrido a mudança da palavra de ‘obrigação’ para ‘dever’ do segurado em comunicar o relevante agravamento do risco.

- agravamento fará o segurado perder a garantia, não tendo direito à restituição do prêmio, além de incorrer na obrigação de ressarcir as despesas incorridas pela seguradora. Já no caso da não comunicação ocorrer de forma não intencional – culposa – a seguradora deverá pagar a diferença do prêmio e, caso a garantia for tecnicamente impossível ou se a seguradora não tiver capacidade ou apetite para subscrever o incremento no risco, perderá a garantia; e
- iii. na alteração dos prazos do § 1º do art. 768 do Código Civil – aumento do prazo para a seguradora cobrar a diferença do prêmio (no caso de agravamento do risco) ou resolver o contrato (de 15 para 20 dias), caso não seja tecnicamente possível garantir o risco, além de ter a seguradora que restituir a diferença do prêmio, fazendo apenas jus às despesas incorridas com a contratação, na mesma proporção.

Ainda, o Marco Legal dos Seguros inova ao estabelecer que (i) o segurado tem a opção de rejeitar o aumento do prêmio pela seguradora, caso este seja maior que 10% (dez por cento); e (ii) que, salvo disposição em contrário, a seguradora deverá revisar o contrato de seguro caso haja redução significativa do risco, reduzindo proporcionalmente o prêmio, sem que necessite o segurado intimá-la para tal. Contudo, de igual modo ao tópico da comunicação do relevante agravamento do risco, a redução significativa ainda permanece subjetiva, de forma que o que é considerado relevante/significativo para o segurado pode não ser para a seguradora, e vice-versa, o que contribui para a alta incidência de litígios sobre esse tema (seja no judiciário, ou na arbitragem).

Além disso, nos seguros de vida ou de integridade física, nos casos de agravamento do risco, a seguradora só poderá cobrar a diferença no prêmio, sem a opção de rescindir o contrato. De mais a mais, se o segurado for obrigado a pagar mais de 10% (dez por cento) adicional, ele também terá o direito de resolver o contrato.

Ademais, uma outra novidade do Marco Legal dos Seguros, que vem em linha com o entendimento consolidado na jurisprudência do STJ, é a exigência de a seguradora comprovar o nexo causal entre o agravamento do risco e o sinistro reclamado, isso em razão do STJ sustentar que a conduta do segurado deve ser determinante para o evento e que deve haver um nexo de causalidade entre o comportamento do agente e o sinistro.

Também por meio da análise jurisprudencial, foi observado que ocorre discordância entre o segurado e a seguradora em relação ao agravamento do risco. Na maioria dos casos, para dirimir as controvérsias, a análise se concentra em determinar a causa (raiz) do sinistro – se foi o segurado que agravou o risco e provocou o sinistro, ou se alguma circunstância alheia à sua vontade foi responsável pelo sinistro, situações em que a recusa de cobertura não é válida (e.g., quando o segurado se encontra embriagado e dirige, mas tem seu veículo abalroado por um terceiro que avançou no farol vermelho).

Entende-se que essa divergência, em específico, poderá ser sanada com a entrada em vigor do Marco Legal dos Seguros, pois pretende-se relacionar o agravamento do risco com o sinistro reclamado (nexo causal). No entanto, a subjetividade em relação ao agravamento relevante permanecerá, sendo que uma parte alegará o agravamento e a outra negará a inexistência de nexo causal, ou a incorrencia do agravamento.

Neste aspecto, a apólice de seguro continuará assumindo extrema importância, principalmente nas relações empresariais (onde se celebram contratos entre partes paritárias e simétricas), tendo em vista a possibilidade de as partes definir quais os termos razoáveis de agravamento relevante do risco, para que no futuro, caso haja um litígio entre as partes, a própria apólice seja utilizada como fonte de lei para guiar os julgadores.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALVIM, Pedro. **O Contrato de Seguro.** Rio de Janeiro: Ed. Forense, 1999.

BASTOS, Úrsula Goulart. O agravamento do risco no seguro de dano. In: GOLDBERG, Ilan; JUNQUEIRA, Thiago. **Temas Atuais de Direito dos Seguros - Tomo I.** – 1. ed. – São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020.

BRASIL, Gilberto. **O ABC da matemática atuarial e princípios gerais de seguros.** Porto Alegre: Sulina, 1985.

BRASIL. **Lei nº 15.040, de 9 de dezembro de 2024.** Diário Oficial da União, seção 1, Brasília, DF, ano 162, n. 237, p. 3-7, 10 dez. 2024. Disponível em: < https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2023-2026/2024/lei/l15040.htm>.

BRASIL, Senado Federal, **Parecer (SF) nº 11, de 2024.** Disponível em: https://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=9582268&ts=1723668991216&rendition_principal=S&disposition=inline.

BRASIL. Câmara dos Deputados, 2017. **Projeto de Lei nº 29, de 2017.** Dispõe sobre normas de seguro privado; revoga dispositivos da Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil); e dá outras providências. Disponível em: <https://www25.senado.leg.br/web/atividade/materias/-/materia/128831>>.

BRASIL. Câmara dos Deputados, 2024. **Projeto de Lei nº 2597, de 2024.** Estabelece normas gerais em contratos de seguro privado e revoga dispositivos do Código Civil, do Código Comercial Brasileiro e do Decreto-Lei nº 73 de 1966. Disponível em: < <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=253500>>.

BRASIL. Congresso. Senado Federal. **Regimento interno do Senado Federal: resolução nº 93, de 1970** / Senado Federal. – Brasília : Senado Federal, 2023.

BRASIL. **Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002.** Institui o Código Civil. Brasília, DF, 11 jan. 2002.

BRASIL. Ministério da Fazenda. Superintendência de Seguros Privados – **Boletim SUSEP: Dados mensais do setor de seguros, previdência e capitalização.** Distrito Federal. Pub. mai. 2025. Disponível em: <<https://www.gov.br/susep/pt-br/arquivos/arquivos-dados-estatisticos/boletins-susep/2025/BoletimSusepMaio2025.pdf>>.

BRASIL. Ministério da Fazenda. Superintendência de Seguros Privados. **Presidente da República sanciona Lei do Contrato de Seguro.** Disponível em: <<https://www.gov.br/susep/pt-br/central-de-conteudos/noticias/2024/dezembro/presidente-da-republica-sanciona-lei-do-contrato-de-seguro>>.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça, **AgInt no AREsp 1.918.874/SC**, Rel. Min. Luis Felipe Salomão, 4^a Turma, j. 21 fev. 2022, DJe 24 nov. 2022.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça, **AgInt no REsp n. 1.664.910/PR**, Rel. Min. Maria Isabel Gallotti, 4^a Turma, j. em 12 dez. 2017, DJe 18 dez. 2017.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça, **AgRg no AREsp 411.567/SP**, Rel. Min. Ricardo Villas Bôas Cueva, 3^a Turma, j. em 04/11/2014, DJe 7 nov. 2014.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça, **AgRg no AREsp 613.000/RJ**, Rel. Min. Marco Aurélio Bellizze, 3^a Turma, j. 26 maio. 2015., DJe 9 jun. 2015.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça, **EDcl no REsp 1.243.077/SP**, Rel. Min. Raul Araújo, 4^a Turma, j. 13 ago. 2013, DJe 29 ago. 2013.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça, **REsp n. 1.485.717/SP**, Rel. Min. Ricardo Villas Bôas Cueva, 3^a Turma, j. em 22 nov. 2016, DJe 13 dez. 2016.

CAVALIERI FILHO, Sérgio. **Programa de Responsabilidade Civil**, 10^a ed., São Paulo: Atlas, 2012.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Manual de direito comercial: direito de empresa**. – 27. Ed – São Paulo: Saraiva, 2015.

DELGADO, José Augusto. **Comentários ao novo Código Civil: das várias espécies de contrato**. Do seguro (arts. 757 a 802), vol. XI. tomo I. 1 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2007.

FERNANDES, Marcus Frederico B. **Seguro de Automóvel - perda de direito decorrente de condução por terceiro sob efeito de álcool**. In: Direito dos Seguros, MIRAGEM, Bruno e CARLINI, Angélica (org.), São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2014, pág. 459.

GOULART, Úrsula Sando de Ávila. **O agravamento do risco no contrato de seguro**. 2010. 97 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Centro de Ciências Sociais, Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2010.

JUNQUEIRA, Thiago. **Aprovação do PL de Seguros nº 29/2017 seria um erro (parte 2)**. Revista Consultor Jurídico, publicado em: 1 jun. 2023. Disponível em: <<https://www.conjur.com.br/2023-jun-01/seguros-contemporaneos-aprovacao-pl-seguros-292017-seria-erro-parte2/>>.

KRETMANN, Renata Pozzi. **Boa-fé no Contrato de Seguro: o dever de informar o segurador**. In: GOLDBERG, Ilan; JUNQUEIRA, Thiago. Temas Atuais de Direito dos Seguros - Tomo I. – 1. ed. – São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020.

LOUREIRO, Taisa Afonso; PARGENDLER, Mariana. **Contrato de seguro e os efeitos da embriaguez ao volante: reflexões sobre a diretriz da LINDB quanto à consideração das “consequências práticas” das decisões judiciais.** In: GOLDBERG, Ilan; JUNQUEIRA, Thiago. Temas Atuais de Direito dos Seguros - Tomo I. - 1. ed. - São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020.

LUHMANN, Niklas. *Soziologie des Risikos.* Berlin/New York: de Gruyter, 1991.

MIRAGEM, Bruno; PETERSEN, Luiza. **Alteração do risco no contrato de seguro e critérios para a sua qualificação: agravamento e diminuição do risco.** In: GOLDBERG, Ilan; JUNQUEIRA, Thiago. Temas Atuais de Direito dos Seguros - Tomo I. - 1. ed. - São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020.

MIRANDA, Francisco Cavalcanti Pontes de. **Tratado de Direito Privado. T. XLV.** Rio de Janeiro: Borsói, 1964.

NEVES, Dely Dias das. **O Contrato de Seguro: perspectiva da atividade securitária privada sob a ótica do Projeto de Lei nº 3.555/2004.** 2008. 25 f. Dissertação (Mestrado em Direito Civil) – Centro de Estudos Sociais Aplicados, Universidade Estadual de Londrina, Londrina, 2008.

POLETTI, Gladimir Adriani. **O seguro-garantia.** São Paulo: Editora Roncarati, 2021.

POLIDO, Walter A. **Contrato de seguro: novos paradigmas.** São Paulo: Editora Roncarati, 2010.

POLIDO, Walter. **SOAT – Seguro Obrigatório de Acedentes de Trânsito – PL N.º 8.338/2017 – É razoável a proposta legislativa na forma que ela se apresenta ou não?.** In: OSORIO, Fernanda Corrêa; SANTOS, Jaqueline Wichneski dos; SANTOS, Rosângela Maria Herzer

dos Santos; VILLAR, Ricardo Einsfeld (coordenadores). Direto dos Seguros. Porto Alegre: OABRS, 2021.

Senado aprova novas regras para os seguros, e texto segue para a Câmara. Exame, São Paulo, 18 de junho de 2024. Disponível em: <<https://exame.com/economia/senado-aprova-novas-regras-paras-os-seguros-e-texto-segue-para-a-camara/>>. Acesso em 15 ago. 2024.

SHIH, Frank Larrúbia. **Os princípios do direito securitário.** - Revista de informação legislativa, v. 39, n. 156, out./dez. 2002.

TARTUCE, Flávio. **Do contrato de seguro empresarial e algumas de suas polêmicas: natureza jurídica, boa-fé e agravamento do risco.** In: GOLDBERG, Ilan; JUNQUEIRA, Thiago. Temas Atuais de Direito dos Seguros - Tomo I. - 1. ed. - São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020.

TZIRULNIK Ernesto. **O Contrato de Seguro de acordo com o Novo Código Civil Brasileiro.** Flávio de Queiroz B. Cavalcanti, Ayrton Pimentel São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2003.

TZIRULNIK, Ernesto. **O contrato de seguro de acordo com o código civil brasileiro.** Flávio de Queiroz B. Cavalcanti, Ayrton Pimentel. - 3. ed. - São Paulo: Editora Roncarati, 2016.

TZIRULNIK, Ernesto. Tzirulnik: **Chegou a hora de ter lei sobre mercado seguros, e não judicializar sinistros.** InfoMoney (Estadão Conteúdo), São Paulo, 10 de dezembro de 2023. Disponível em: <<https://www.infomoney.com.br/minhas-financas/tzirulnik-chegou-a-hora-de-ter-lei-sobre-mercado-seguros-e-nao-judicializar-sinistros/>>.

TZIRULNIK, Ernesto; CAVALCANTI, Flávio de Queiroz Bezerra. **Revista Brasileira de Direito do Seguro e da Responsabilidade Civil.** Abertura. Instituto Brasileiro do Direito do Seguro (IBDS). MP Editora: São Paulo, 2009, p. 9

TZIRULNIK, Ernesto; CAVALCANTI, Flávio; PIMENTEL, Ayrton. *O contrato de seguro: de acordo com o novo código civil brasileiro.* 2. ed. São Paulo: RT, 2003.

A (IR)RELEVÂNCIA DA CONCENTRAÇÃO DE DADOS NA ANÁLISE DE ATOS DE CONCENTRAÇÃO ENTRE EMPRESAS DATA-DRIVEN

THE (IR)RELEVANCE OF DATA CONCENTRATION IN THE ANALYSIS OF MERGERS BETWEEN DATA-DRIVEN COMPANIES

Marina Martinho Vaz e Dias (Universidade de São Paulo – USP)⁸²

Resumo:

No contexto atual, os dados se revelam como elementos centrais na tomada de decisão de empresas ditas *data-driven*. Mais, se tornaram ativos econômicos valiosos. Nesse contexto, o direito da concorrência se mostra como uma importante ferramenta para regular os atos de concentração que ocorrem entre tais empresas em vista dos efeitos que a concentração de dados pode gerar no mercado. Assim, indaga-se qual seria a relevância exercida pela concentração de dados na análise *ex ante* realizada pelas autoridades da concorrência de atos de concentração entre empresas *data-driven*. A fim de responder esta pergunta, o presente artigo se dedica a analisar a aplicação de princípios clássicos ou pioneiros do antitruste a partir de quatro casos a título de precedentes. O objetivo último é, assim, constatar e analisar, de modo crítico, se e de que modo o debate da concentração de dados aparece nos precedentes de atos de concentração entre empresas *data-driven*.

Palavras-chave: Direito Concorrencial. Atos de Concentração. Dados. Data-Driven. Concentração de dados. CADE. Proteção de dados.

⁸² Graduada pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (FD-USP) e em Licence de Droit pela Université Jean-Monnet por meio do Programa PITÉS, promovido pela FD-USP. Atualmente atua como Advogada de Direito Concorrencial em TozziniFreire Advogados e Gerente de Relações Internacionais da Women in Antitrust (WIA).

Abstract:

In the current context, data is revealed as a central element in the decision-making of the so-called data-driven companies. Furthermore, it has become a valuable economic asset. In this regard, competition law emerges as an important tool to regulate mergers occurring between such companies in view of the effects that data concentration may generate in the market. Thus, one may inquire about the relevance exercised by data concentration in the ex ante analysis conducted by competition authorities regarding mergers among data-driven companies. In order to answer this question, this article is dedicated to analyzing the application of classical or pioneering antitrust principles based on four cases as precedents. The ultimate objective is, therefore, to identify and critically analyze whether and how the debate on data concentration appears in the precedents of mergers between data-driven companies.

Key words: Competition Law. Mergers. Data. Data-Driven. Data Concentration. CADE. Data protection.

1. Introdução **2.** Precedentes **2.1** Caso Facebook/Whatsapp (Comissão Europeia) **2.2** Caso Facebook (Bundeskartellamt) **2.3.** Caso Google Shopping (CADE) **2.4** Caso Magalu/Hub (CADE) **3.** A (ir) relevância da concentração de dados **3.1.** Criatividade dos agentes econômicos e novos mercados relevantes **3.2** Eficiências econômicas: bem-estar do consumidor e inovação **3.3** Possibilidade de cooperação entre as autoridades relevantes (CADE e ANPD) **4.** Conclusão **5.** Bibliografia

1. INTRODUÇÃO

O termo *big data* é comumente utilizado para designar o considerável volume de dados⁸³, especialmente no contexto de seu

⁸³ Segundo Gil Press, o termo foi popularizado em 2008, em que se estimou que o *big data* iria transformar o *modus operandi* das empresas, a medicina, as operações de inteligência, e as pesquisas científicas (PRESS, Gil. **12 Big Data Definitions:What's**

uso por grandes empresas de tecnologia. Tais empresas, por sua vez, possuem em comum um modelo de negócio cujo processo de tomada de decisão é baseado em dados⁸⁴. É nesse contexto do manuseio de *big data* por essas empresas que o presente artigo está circunscrito. Nesse sentido, parte-se da premissa, ao longo deste artigo, que grande parte dessas empresas *data-driven* atuam no mercado digital. Mais especificamente, o presente artigo se centra no âmbito das fusões e aquisições realizadas entre essas empresas, operações estas que foram apelidadas de *data-driven mergers*, ou seja, atos de concentração (“ACs”) que visam adquirir, coordenar ou monetizar grande quantidade de dados comercialmente valiosos coletados de múltiplas fontes e formatos⁸⁵.

Sob essa perspectiva, parte-se da premissa de que os dados constituem ativos valiosos para os agentes econômicos no cenário atual. Sobretudo no caso de plataformas digitais, em que se implementa um novo modelo de negócio, no qual a moeda deixa de ser o ativo principal - por isso o jargão “plataformas de preço zero” - os dados assumem papel extremamente relevante, na medida em que constituem o ativo central do negócio.

Yours?. Forbes. 03 setembro 2014. Disponível em: <https://www.forbes.com/sites/gilpress/2014/09/03/12-big-data-definitions-whats-yours/?sh=5060394c13ae>. Acesso em: 05 agosto 2025). Ainda, cita o Dicionário da Oxford, que define big data como: “*data of a very large size, typically to the extent that its manipulation and management present significant logistical challenges*”.

84 INTEGRATE.IO. **What Is a Data-Driven Organization?**. 19 setembro 2023. Disponível em: <https://www.integrate.io/blog/data-driven-organizations/#:~:text=A%20data%20driven%20organization%20makes,an%20identify%20areas%20for%20improvement>. Acesso em: 05 agosto 2025.

85 FIDELIS, Andressa Lin. **Data-driven mergers: a call for further integration of dynamic effects into competition analysis**. Revista do IBRAC, São Paulo, v. 23, n. 2, p. 123, 2017. Disponível em: <https://revista.ibrac.org.br/index.php/revista/article/view/175>. Acesso em: 05 agosto 2025. Também, podem ser definidas como as operações que visam aumentar a capacidade de coleta de dados (cf., Lucas Griebeler da. **ANÁLISE MULTIJURISDICIONAL DE AQUISIÇÕES CENTRADAS EM DADOS: diagnóstico atual e propostas de política pública para o Brasil**. São Paulo: Associação Data Privacy Brasil de Pesquisa, 2021. p.8. Disponível em: https://www.dataprivacybr.org/wpcontent/uploads/2021/05/dpbr_relatorio_data_driven_mergers_vf.pdf. Acesso em: 05 agosto 2025).

Em virtude de os dados serem considerados ativos de valor econômico, é que a análise de ACs submetidos às autoridades da concorrência deve levá-los em consideração. No entanto, a análise antitruste tradicional dos efeitos negativos e positivos usualmente envolve modelos econômicos pautados no preço. Porém, em novos modelos de negócio em que o preço deixa de ser o elemento central, papel que será assumido pelos dados, é possível se perguntar se uma investigação da autoridade da concorrência dos fatores envolvendo os dados não se faz imprescindível para atender às exigências da análise dos efeitos. Consequentemente, reflexões sobre o impacto no direito tradicional do antitruste a partir dessa nova configuração de mercado, em que o dado é um ativo, ou melhor, o principal ativo das empresas no cenário tecnológico, inclusive de algumas que detêm parcela significativa de poder, apresentam-se consideravelmente relevantes.

O Conselho Administrativo de Defesa Econômica (“CADE”) já se mostra atento a essa temática. À título de exemplo, muito embora o Guia de Análise de Atos de Concentração Horizontal do CADE (“Guia H”)⁸⁶ não trate expressamente da concentração de dados, o recém publicado Guia de Análise de Atos de Concentração Não Horizontais do CADE (“Guia V+”)⁸⁷ já demonstra uma certa preocupação, elencando como uma das possíveis teorias de dano em atos de concentração não horizontais a alteração em parâmetros concorrenciais não relacionados a preços, relevante em mercados que envolvem plataformas digitais. Outra evidência da atenção do CADE à problemática é o relatório, intitulado *Control of Data, Market Power, and Potential Competition in Merger Reviews*, sobre controle de dados na análise de atos de concentração, produzido pelo grupo de trabalho de

⁸⁶ CADE - CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA. **Guia Análise de Atos de Concentração Horizontal**. Julho 2016. Disponível em: <https://cdn.cade.gov.br/Portal/centrais-de-conteudo/publicacoes/guias-do-cade/guia-para-analise-de-atos-de-concentracao-horizontal.pdf>. Acesso em: 16 agosto 2025.

⁸⁷ CADE - CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA. **Guia V+: Guia de Análise de Atos de Concentração Não Horizontais**. Abril 2024. p. 21. Disponível em: <https://cdn.cade.gov.br/Portal/centrais-de-conteudo/publicacoes/Guia%20V+/Guia-V+2024.pdf>. Acesso em: 16 agosto 2025.

atos de concentração da rede da International Competition Network (ICN) e publicado pelo CADE em 2024⁸⁸. Além disso, cabe mencionar que, recentemente, o Ministério da Fazenda apresentou relatório com diversas propostas de aprimoramento dos aparatos legais para a autoridade concorrencial⁸⁹.

Nesse sentido, o presente artigo pretende contribuir para o debate a partir de estudo de se, e em caso positivo, em que medida, a concentração de dados é um elemento relevante para a análise de ACs entre empresas *data-driven*. Para tanto, busca-se, em um primeiro momento, trazer maior concretude para as discussões teóricas concernentes a dados. A partir da análise de precedentes, então, busca-se entender a abrangência e limitação da aplicação prática de conceitos tradicionais do antitruste, bem como de novos conceitos atrelados a mercados digitais. Em vista desse objetivo, entendeu-se ser necessária a escolha de quatro casos paradigmáticos, dois julgados internacionalmente (União Europeia e Alemanha) e dois em território nacional.

Destaca-se que, embora os Estados Unidos possuam precedentes relevantes em que houve discussões avançadas sobre o papel da concentração de dados, como o caso Google/DoubleClick e o caso Facebook/Whatsapp⁹⁰, escolheu-se dois precedentes europeus para

⁸⁸ CADE – CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA; ICN – INTERNATIONAL COMPETITION NETWORK. **Control of Data, Market Power, and Potential Competition in Merger Reviews**. Abril 2024. Disponível em: <https://cdn.cade.gov.br/Portal/assuntos/noticias/2024/ICN%20MWG%20Report%20Control%20of%20Data%20Market%20Power%20and%20Potential%20Competition%20in%20Merger%20Review%20-%20CADE.pdf>. Acesso em: 16 agosto 2025.

⁸⁹ BRASIL. Ministério da Fazenda. **Ministério da Fazenda apresenta propostas para aprimorar a defesa da concorrência no ambiente de plataformas digitais**. 10 outubro 2024. Disponível em: <https://www.gov.br/fazenda/pt-br/assuntos/noticias/2024/outubro/ministerio-da-fazenda-apresenta-propostas-para-aprimorar-a-defesa-da-concorrencia-no-ambiente-de-plataformas-digitais>. Acesso em: 01 maio 2025.

⁹⁰ OCDE - Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico. **The intersection between competition and data privacy**. OECD Roundtables on Competition Policy Papers, No. 310. 2024, p. 11. Disponível em: https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/publications/reports/2024/06/the-intersection-between-competition-and-data-privacy_b5ac1ae6/0dd065a3-en.pdf. Acesso em: 19 setembro 2025.

a presente análise, em razão da proximidade entre os sistemas jurídicos do Brasil e da Europa. Além disso, a escolha se justifica em vista do maior escrutínio das autoridades europeias em relação às grandes corporações *data-driven*, majoritariamente americanas, em comparação com a atividade da própria autoridade americana⁹¹. Na verdade, ainda se nota uma certa resistência em adotar a questão da concentração e proteção de dados como uma preocupação antitruste nos Estados Unidos⁹². Por fim, no que tange o escopo dos casos escolhidos, destaca-se que, em virtude da primitividade da jurisprudência acerca do tema, dois dos referidos casos estão no âmbito do controle de condutas, tendo sido escolhidos pela sua notável contribuição à exploração de novos conceitos atinentes a dados na discussão concorrencial.

Assim, os referidos precedentes servem de inspiração para a análise concreta do problema que se apresenta: a concentração de dados. Em última instância, objetiva-se verdadeiramente traçar uma discussão inicial de *se* e *como* a concentração de dados exerce influência nas decisões proferidas pelas autoridades de concorrência.

2. PRECEDENTES

A) CASO FACEBOOK/WHATSAPP (COMISSÃO EUROPEIA)

O primeiro caso que ganhou relevância no debate internacional sobre o papel da análise de dados em controle de estruturas foi o Caso Facebook/Whatsapp julgado na União Europeia⁹³. A aquisição da

⁹¹ Ibid, p. 11; MEHRA, Salil K. **Data Privacy and Antitrust in Comparative Perspective**. In: Cornell International Law Journal, vol. 53, março 2019, p. 133 - 134. Disponível em: <https://community.lawschool.cornell.edu/wp-content/uploads/2021/03/Mehra-final.pdf>. Acesso em: 19 setembro 2025.

⁹² Ibid., p. 133-134.

⁹³ UNIÃO EUROPEIA. Comissão da União Europeia. **Case No COMP/M.7217 - FACEBOOK/WHATSAPP. REGULATION (EC) No 139/2004 MERGER PROCEDURE**, julgado em 03 de outubro de 2014. Disponível em: https://ec.europa.eu/competition/mergers/cases/decisions/m7217_20141003_20310_3962132_EN.pdf. Acesso em: 05 agosto 2025.

totalidade do controle do Whatsapp pelo Facebook (as “Requerentes”) foi notificada à Comissão Europeia (“CE”) em agosto de 2014.

Em sua análise, a CE considerou a operação como afeta a três mercados relevantes: Aplicativos para *Smartphones* de Comunicação entre Consumidores, Serviços de Redes Sociais e Serviços de Publicidade *On-Line*. Contudo, é possível afirmar que houve um mínimo tangenciamento sobre a possibilidade de se definir um mercado relevante atinente à dados, possibilidade descartada pela abordagem conservadora realizada pela CE. De acordo com a autoridade, tendo em vista que, à época, o Facebook não vendia dados que coletava de seus usuários nem fornecia serviços de *data analytics* para anunciantes ou terceiros como um produto independente do espaço de anúncios, não seria pertinente definir um mercado relevante de fornecimento de dados ou serviços de *data analytics*. Portanto, foram considerados apenas os três mercados relevantes mencionados.

É, contudo, no mercado de Serviços de Publicidade *On-Line* que a análise pela autoridade concorrencia em conexão à coleta de dados se mostra mais densa. Nesse sentido, a CE já começa a análise por delimitar sua competência, particularmente quanto à coleta de dados, limitando-a à análise de reforço da posição dominante do Facebook.

Partindo disso, foram traçadas duas teorias de dano relativas a dados que poderiam advir da operação: (i) introdução de publicidade no Whatsapp, (ii) uso do Whatsapp como uma forma de coleta de dados para aprimorar a publicidade do Facebook fora do Whatsapp. No tocante à introdução de publicidade no Whatsapp, foi rejeitada a tese de que a operação teria por condão aumentar a participação de mercado do Facebook no mercado de publicidade on-line, em vista das alegações das Requerentes e da constatação pela CE de que existiam fornecedores alternativos.

Há que se destacar, contudo, o exame da segunda teoria de dano, que possui relação direta com o tema estudado neste artigo. Faz-se referência à investigação sobre a qualidade dos dados que o Whatsapp poderia oferecer ao Facebook. Sob esse prisma, a CE entendeu que, por não haver sobreposição horizontal decorrente da operação,

considerando que apenas o Facebook é atuante no mercado de publicidade on-line, o Whatsapp poderia, em teoria, contribuir com sua base de dados para essa frente do Facebook. Em contrapartida, segundo o Facebook, os dados possuídos pelo Whatsapp, nomes e números de telefone associados à conta, seriam de apenas utilidade marginal para seu negócio. À luz deste argumento, a CE confirmou que os tipos dos dados detidos pelo Whatsapp não seriam de interesse para o negócio do Facebook em publicidade on-line. Ainda que o fossem, a CE concluiu que os dados do Facebook só gerariam preocupações concorrenciais se fortalecessem sua posição no mercado de publicidade on-line. Sobre esse aspecto, as Requerentes haviam afirmado que a integração das informações do Whatsapp seria tecnicamente desafiadora, exigindo uma adaptação na política de privacidade, além de não haver incentivos para tal mudança, pois os usuários poderiam considerá-la invasiva e migrar para outros aplicativos.

Frente ao exposto, a CE aprovou a operação. Ocorre que, para a surpresa da CE, o Whatsapp anunciou, em agosto de 2016, a atualização de seus termos e serviços, o qual dispunha que, em conformidade com o consentimento dos usuários, passaria a compartilhar dados da conta do Whatsapp com o Facebook para o aprimoramento das funcionalidades de anúncios e produtos deste⁹⁴. Em atenção à notícia, a CE instaurou procedimento para verificar a veracidade das informações fornecidas pelas Requerentes no momento da notificação da aquisição⁹⁵ e, em março de 2017, determinou que as Requerentes violaram regras procedimentais da Regulação da União Europeia em relação ao fornecimento de informações incorretas e enganosas ao

⁹⁴ **Whatsapp começa a compartilhar dados com Facebook; entenda o que muda: Aplicativo vai pedir autorização para informar o número de telefone ao Facebook.** Techtudo, 25 agosto 2016. Disponível em: <https://www.techtudo.com.br/noticias/2016/08/whatsapp-comeca-compartilhar-dados-com-facebook-entenda-o-que-muda.ghml>. Acesso em: 05 agosto 2025.

⁹⁵ UNIÃO EUROPEIA. Comissão Europeia. Mergers: **Commission alleges Facebook gave incorrect information.** 19 dezembro 2016. Disponível em: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_16_4473. Acesso em: 05 agosto 2025.

utilizar o argumento da dificuldade técnica de casamento entre perfis dos usuários, o que resultou em imposição de sanção de €110 milhões ao Facebook⁹⁶.

A operação, contudo, restou aprovada, posto que a decisão de aprovação ia além do ponto controvertido e além, já havia sido analisado cenário alternativo em que houvesse efetivamente uma integração entre os dados de usuários das duas plataformas.

Por fim, há que se mencionar que a operação também foi submetida e aprovada em outras jurisdições, dentre elas os Estados Unidos. Particularmente, neste caso, para além do reconhecimento exarado pelo Bureau de Concorrência do FTC de que a proteção de dados consistiria em um parâmetro da análise antitruste, é curiosa a atuação paralela do Bureau de Proteção do Consumidor do FTC, que notificou as Requerentes quanto às suas obrigações pré-existentes de proteção da privacidade dos usuários⁹⁷.

B) CASO FACEBOOK (BUNDESKARTELLAMT)

Após o caso Facebook/Whatsapp, o precedente de maior destaque na esfera internacional sobre o tema foi o julgamento, pela autoridade concorrencial alemã Bundeskartellamt, de condutas anticompetitivas praticadas pelo Facebook em decorrência de violação ao Regulamento Geral de Proteção de Dados (GDPR)⁹⁸. O procedimento teve início em março de 2016, sendo o primeiro caso a se dedicar integralmente à intersecção entre respeito à proteção de dados e a manutenção da ordem concorrencial.

⁹⁶ UNIÃO EUROPEIA. Comissão Europeia. Mergers: **Facebook fined for providing misleading information**. 18 maio 2017. Disponível em: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_17_1369. Acesso em: 05 agosto 2025.

⁹⁷ OECD (2024), op. cit., p. 27-28.

⁹⁸ União Europeia. **Regulamento (UE) 2016/679 do Parlamento Europeu e do Conselho** de 27 de abril de 2016 relativo à proteção das pessoas singulares no que diz respeito ao tratamento de dados pessoais e à livre circulação desses dados e que revoga a Diretiva 95/46/CE (Regulamento Geral sobre a Proteção de Dados). 04 de maio de 2016. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2016/679/oj>. Acesso em: 05 agosto 2025.

Segundo a decisão da autoridade⁹⁹, a conduta averiguada tratava-se da imposição, pelo Facebook, de condição prévia aos usuários para que pudessem usar a rede social, consistente na coleta de dados sobre o usuário e seus dispositivos, no próprio Facebook e em páginas fora do Facebook, seja serviços detidos pelo Facebook (Whatsapp e Instagram) ou sites de terceiros, de maneira a designá-los para a personalização da conta de usuário do Facebook. Resumidamente, a combinação de fontes de dados teria permitido ao Facebook a construção de uma base de dados detalhada de cada usuário.

A mencionada pré-condição é estabelecida no momento da assinatura dos termos de serviço, etapa anterior à criação do perfil na rede social, em que se esclarece que o tratamento de dados será feito conforme a política de dados e *cookies* e cujo consentimento é conferido por meio de mero preenchimento de uma caixa de seleção. Respectivamente, estipula-se que o Facebook coleta e trata dados fora de atividades relacionadas à rede social via *Facebook Business Tools*. Como fundamento legal para tal tratamento de dados, o Facebook alega que são requeridos para o oferecimento do serviço e para servir aos legítimos interesses da empresa.

A análise do Bundeskartellamt chegou à conclusão de que “*A forma como o Facebook recolhe, funde e utiliza dados nas contas dos usuários constitui um abuso de posição dominante*”.¹⁰⁰ A posição dominante restou comprovada em vista da participação de mercado do Facebook no mercado relevante, que ultrapassava os 95% em termos de usuários ativos diariamente, a qual era reforçada pela forte

⁹⁹ Vide ALEMANHA. Bundeskartellamt. **Decision B6-22/16. Facebook, Exploitative business terms pursuant to Section 19(1) GWB for inadequate data processing**, julgado em 06 fevereiro 2019. Disponível em: <https://www.bundeskartellamt.de/SharedDocs/Entscheidung/EN/Fallberichte/Missbrauchsaufsicht/2019/B6-22-16.html>. Acesso em: 05 agosto 2025; além disso, conforme press-release divulgado a respeito do caso: BUNDESKARTELLAMT. **Bundeskartellamt prohibits Facebook from combining user data from different sources**. Disponível em: https://www.bundeskartellamt.de/SharedDocs/Meldung/EN/2019/07_02_2019_Facebook.html. Acesso em: 05 agosto 2025.

¹⁰⁰ Tradução livre de BUNDESKARTELLAMT, op. cit: “*The extent to which Facebook collects, merges and uses data in user accounts constitutes an abuse of a dominant position*”.

influência dos efeitos de rede e dificuldade de troca de redes sociais, corroborada pela progressiva diminuição de participação de mercado dos concorrentes nos últimos anos. Nesse sentido, a autoridade afirma haver uma quase impossibilidade de troca do aplicativo (efeito *lock-in*)¹⁰¹. Comprovada a posição dominante, passa-se à caracterização do abuso da posição. Em resumo, o abuso da posição dominante foi encontrado na violação da legislação europeia de proteção de dados (o *standard* utilizado para a análise concorrencial foi a própria GDPR). A autoridade reputou razoável justificar a utilização desse instrumento como fundamento da análise concorrencial, à luz da jurisprudência da Corte de Justiça Federal Alemã que afirmou a necessidade de integrar normas de diferentes esferas, nesse caso, de ordem constitucional, concorrencial e de proteção de dados¹⁰².

Outra razão apresentada pela autoridade refere-se à falta de previsão no GDPR para lidar com práticas abusivas de empresas dominantes em relação aos dados, o que sugere que esse assunto deve ser abordado pela autoridade responsável pela regulação da concorrência. Esse entendimento seria apoiado pelas autoridades de proteção de dados, uma vez que a Bundeskartellamt afirmou que, após contatar várias autoridades de proteção de dados, nenhuma delas considerou ter competência exclusiva sobre o assunto.

Comprovada a adequação da aplicação da GDPR pela Bundeskartellamt, a autoridade concorrencial chegou à conclusão de que não havia nenhum fundamento plausível para a maneira como o tratamento de dados era realizado pelo Facebook sob a égide da

101 Ibid: "As a dominant company Facebook is subject to special obligations under competition law. In the operation of its business model the company must take into account that Facebook users practically cannot switch to other social networks".

102 ALEMANHA (2019), op. cit., p. 8: "[...] A autoridade considera que parece indispensável examinar a conduta de empresas dominantes segundo a lei de concorrência em termos de seus procedimentos de tratamento de dados, já que a conduta de negócios online é altamente relevante da perspectiva da lei de concorrência. Constitui visão da autoridade que as regulações europeias de proteção de dados, que são baseadas em direitos constitucionais, podem ou, considerando a jurisprudência da mais alta corte alemã especificada acima, devem ser consideradas quando avaliado se os termos de tratamento de dados são apropriados sob a égide da lei de concorrência" (tradução livre)

GDPR. Assim, considerou que não havia o consentimento voluntário exigido pelo art. 6 (1a) da GDPR, na medida em que não era possível aceitar que o preenchimento de uma caixa de seleção, ainda mais como pré-requisito para a conclusão de contrato com a rede social que detém posição dominante no mercado, consiste em verdadeiro consentimento voluntário dos usuários¹⁰³. Por fim, fica claro para o Bundeskartellamt que os interesses do Facebook em tratar esses dados de acordo com os termos e condições não prevaleceriam sobre outros interesses (conforme o artigo 6 (1f) da GDPR).

Dessa maneira, a teoria do dano utilizada na presente decisão consiste no entendimento de que “*a coleta excessiva de dados por empresas dominantes pode ser considerada uma conduta exploratória comparável ou análoga a preços excessivos (COSTA-CABRAL; LYNSKEY, 2017).*”¹⁰⁴

Diante do exposto, a autoridade condenou o Facebook, estabelecendo uma série de medidas restritivas à sua atividade, que dizem respeito sobretudo à necessidade de consentimento dos usuários para a coleta e combinação de seus dados. Após a interposição de uma série de recursos, o caso do Facebook teve um desfecho recentemente, quando o Bundeskartellamt anunciou que havia acordado uma gama de medidas com o Facebook que julgava adequadas para o seu tratamento de dados¹⁰⁵.

Ademais, a Meta (novo nome do Facebook) foi recentemente multada, em 22 de abril de 2025, no montante de €200 milhões, em

103 De acordo com o Presidente do Bundeskartellamt, Andreas Mundt, em Bundeskartellamt, op. cit.: “*In view of Facebook’s superior market power, an obligatory tick on the box to agree to the company’s terms of use is not an adequate basis for such intensive data processing. The only choice the user has is either to accept the comprehensive combination of data or to refrain from using the social network. In such a difficult situation the user’s choice cannot be referred to as voluntary consent.*”

104 COUTINHO, Diogo R.; KIRA, Beatriz. **Ajustando as lentes: novas teorias do dano para plataformas digitais.** In: CADE. Revista de Defesa da Concorrência. 1. ed., 2023. v. 11, cap. 5, p. 88. Disponível em: <https://revista.cade.gov.br/index.php/revistadedefesadaconcorrencia/article/view/734>. Acesso em: 05 agosto 2025.

105 BUNDESKARTELLAMT. **Facebook proceeding concluded.** Disponível em: https://www.bundeskartellamt.de/SharedDocs/Meldung/EN/Pressemitteilungen/2024/10_10_2024_Facebook.html . Acesso em: 27 abril 2025.

decorrência do abuso na coleta e combinação de dados. Nesse caso, a CE concluiu que a Meta infringiu o Digital Markets Act (“DMA”) ao adotar o modelo de “consent or pay” entre março e novembro de 2024¹⁰⁶ (os usuários eram obrigados a consentir com o uso e a combinação de seus dados pessoais para a veiculação de anúncios personalizados ou a pagar pelo produto, sem que fosse apresentada uma alternativa que utilizasse menos dados pessoais).

C) CASO GOOGLE SHOPPING (CADE)

Trata-se do primeiro caso a respeito de condutas unilaterais em mercados digitais decidido pelo CADE. Embora constitua decisão pertencente ao controle de condutas, e, portanto, sem aparente relação com o tema abordado, a sua importância está justamente no pioneirismo do caso, o qual permite a depuração dos raciocínios teórico-argumentativos tecidos pelos Conselheiros, estabelecendo considerações passíveis de aplicação para casos de controle de estruturas que concernem dados.

O Processo Administrativo foi iniciado em 2011 por meio de Representação com pedido de medida preventiva feita pela E-Commerce Media Group Informação e Tecnologia LTDA., dona dos sites Buscapé e Bondfaro, (“Representante”) em face de Google Brasil Internet LTDA. (“Representada” ou “Google”), em vista de supostas condutas discriminatórias praticadas pela empresa no site *Google Shopping*. Após manifestações das partes, a SG instaurou o Processo Administrativo¹⁰⁷, apontando preocupações com duas condutas distintas: (i) posicionamento privilegiado de resultados de produtos,

106 UNIÃO EUROPEIA. Comissão Europeia. **Commission finds Apple and Meta in breach of the Digital Markets Act.** 22 abril 2025. Disponível em: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_25_1085. Acesso em: 01 maio 2025.

107 BRASIL. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. **Processo Administrativo nº 08012.010483/2011-94**, rel. Conselheiro Maurício Bandeira Maia, julgado em 26 de junho de 2019. Disponível em: https://sei.cade.gov.br/sei/modulos/pesquisa/md_pesq_processo_exibir.php?2pXoYgv29q86Rn-fAe4ZUaXIR3v7-gVxEWL1JeB-RtUgqOwvr6Zlwydl0IhRNSr2Q22lByVKByYDYwsa13_JxqlidakEIsAfM40O_nlair2nlnoNzF4h6tAzo-cc8tTvt. Acesso em: 05 agosto 2025.

e (ii) arquitetura diferenciada de fotos em espaços publicitários do Google junto à alegada discriminação de concorrentes em relação à venda de espaço para anúncios com fotos.

O primeiro desafio enfrentado pelo CADE foi a definição de mercado relevante para as atividades da Representada Google, em virtude de sua diferenciação como plataforma atuante em mercados de dois lados. Apesar de deixar a definição do mercado relevante em aberto, a SG assumiu como ponto de partida os mercados conservadoramente indicados pelo Departamento de Estudos Econômicos (“DEE”), a saber mercados de busca genérica e de comparação de preço, ambos restritos ao território nacional, que foram acatados pelo Conselheiro-Relator Maurício Maia, voto vencedor que fundamentou o arquivamento do feito¹⁰⁸.

Passando para a análise de poder de mercado realizada pelo Conselheiro-Relator, é interessante mencionar a posição em relação à necessária diferença de tratamento da análise concorrencial em casos de plataformas de buscas. Segundo ele, a participação de mercado não seria o critério ideal para aferir poder de mercado, pois nesse caso, o bem transacionado é a informação. O exercício do poder de mercado, portanto, estaria atrelado à possibilidade de piorar a qualidade do seu serviço de busca sem perder o lucro em contrapartida, o que foi constatado no caso em espécie.

Especificamente no que tange a questão da quantidade de dados coletados pela empresa de *Big Data* em escrutínio, o Conselheiro-Relator realiza o exame de uma das condutas exclusionárias, definida como bloqueio de acesso a um bem essencial (“*essential facility*”), isto é, uma investigação se os dados detidos pelo Google seriam essenciais para a prestação de serviços personalizados nos mercados digitais. Nesse sentido, o Conselheiro destaca posicionamento comum da literatura segundo o qual uma empresa com relevante base de dados

108 Voto do Conselheiro-Relator Mauricio Oscar Bandeira Maia (SEI 0632170) em **Processo Administrativo nº 08012.010483/2011-94**. Disponível em: https://sei.cade.gov.br/sei/modulos/pesquisa/md_pesq_documento_consulta_externa.php?DZ2uWeaYFy5GjGeoicaAcesso em: 05 agosto 2025.

possui insumos que caracterizariam uma barreira de entrada ao mercado. Entretanto, menciona entendimento do DEE, no sentido de que os dados constituem insumos não-rivais, não-exclusivos e ubíquos. Isto é, outro agente econômico possui aptidão para usar e coletar os mesmos dados, o que mitiga a importância de dados de busca como uma barreira à entrada no mercado.

Em resumo, a posição adotada pelo DEE e Conselheiro Relator é de que, tendo em vista as características dos dados como não-rival, não-exclusivo, ubíquo e de rápida caducidade, a possibilidade de enquadrá-los como *essential facility* deve ser descartada. Posto de outro modo, o Conselheiro-Relator parece seguir vertente de que, em decorrência do fácil acesso ao *big data* e das inerentes eficiências geradas pela inovação, dificilmente danos à concorrência e ao consumidor seriam gerados¹⁰⁹. Além disso, reconhece que, ainda que fossem enquadrados como *essential facility*, haveria impossibilidade de, à título de remédio, o Google transferir esses dados a terceiros, considerando a proteção destes pela LGPD (Lei nº 13.709/2018).

Em vista desses motivos, dentre outros, o caso foi arquivado, restando vencidos três Conselheiros que votaram pela condenação.

109 SILVA, Bruno Almeida. **Antitruste, Big Data e Privacidade: O Caso Facebook na Alemanha e Possíveis Contribuições ao Direito Concorrencial Brasileiro.** Tese de Dissertação (Graduação em Direito) - Universidade de Brasília, 2021, p. 69. Disponível em: https://bdm.unb.br/bitstream/10483/34351/1/2021_BrunoAlmeidaSilva_tcc%20%2821%29.pdf. Acesso em: 17 agosto 2025.

D) CASO MAGALU/HUB (CADE)

Contrariamente ao outro caso nacional estudado acima, o Caso Magalu/Hub¹¹⁰ trata de operação submetida ao controle de estruturas do CADE em maio de 2021 consistente na aquisição, pela Magalu Pagamentos Ltda. (“Magalu Pagamentos”), instituição de pagamentos detida pela Magazine Luiza S.A. (“Magazine Luiza”), de 100% do capital social total da Hub Prepaid Participações S.A. (“Hub”), instituição de pagamento que oferece conta digital e cartão pré-pago, além de subsidiárias (“Empresas Hub”). O racional por trás da operação estava no oferecimento, pela Magalu Pagamentos, de uma plataforma de produtos e serviços financeiros integrada ao aplicativo do Magazine Luiza. Nesse sentido, foi indicada uma possível integração vertical entre a atividade de comércio do varejo *online* da Magazine Luiza e os serviços financeiros prestados pelas Empresas Hub.

A preocupação com os dados foi levantada pelo Mercadopago. com Representações Ltda. (“Mercado Pago” ou “Terceiro Interessado”), plataforma de tecnologias de serviços de pagamentos do *marketplace* Mercado Livre, justamente no tocante à possibilidade de integração vertical a partir da operação. Uma vez que o Mercado Pago já havia mantido relação comercial com a Hub, a preocupação centrava-se na possibilidade de a Magalu Pagamentos, por meio da aquisição da Hub, ter acesso a seus dados individualizados originalmente detidos pela Hub.

Isso possibilitaria, segundo o Terceiro Interessado, que o Grupo Magazine Luiza tivesse acesso a dados referentes ao negócio do Mercado Livre, concorrente direto no mercado de *marketplaces*, conferindo-lhe indevida vantagem competitiva que potencializasse a prática de condutas anticompetitivas ou a uniformização do mercado (efeitos unilaterais do acesso a informações concorrencialmente

110 BRASIL. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. **Processo Administrativo nº08700.000059/2021-55**, rel. Conselheira Paula Farani de Azevedo Silveira, julgado em 20 de abril de 2021. Disponível em: [https://sei.cade.gov.br/sei/modulos/pesquisa/](https://sei.cade.gov.br/sei/modulos/pesquisa/md_pesq_processo_exibir.php?) Acesso em: 17 agosto 2025.

sensíveis). Em suma, o Mercado Pago argumentou que a aquisição estaria fundamentada no interesse da Magazine Luiza nos dados da Hub, ao invés de seus serviços, sendo assim uma *data-driven merger*¹¹¹.

A Magalu Pagamentos e a Hub responderam ao ofício da SG¹¹², esclarecendo que a Hub acessa informações de clientes apenas na medida das obrigações regulatórias. As Requerentes afirmam que seria perfeitamente possível regular a proteção de dados mediante contrato ou encerramento das relações comerciais.

Frente às alegações, a SG¹¹³ concluiu que não havia acesso a informações concorrentialmente sensíveis do Mercado Pago pela Hub, permitindo a aprovação da operação sem restrições. A relação comercial entre Mercado Pago e Hub já não estava vigente, inviabilizando o acesso a dados em tempo real. Ademais, a SG destacou que o Mercado Pago detinha os dados substanciais das operações, enquanto a Hub apenas tratava informações sobre o valor das compras, o que não permitiria a extração da política comercial.

O AC seguiu para análise do Tribunal, que acabou por chegar à mesma conclusão da SG, nos termos do Voto da Conselheira Relatora¹¹⁴, que consolidou entendimento inovador sobre a operação, classificando-a como do tipo conglomerado, em vista da

111 Vide Voto da Conselheira-Relatora Paula Farani de Azevedo Silveira (SEI 0893999) em **Processo Administrativo nº 08700.000059/2021-55**. Disponível em: https://sei.cade.gov.br/sei/modulos/pesquisa/md_pesq_documento_consulta_externa.php?DZ2uWeaYicbuRZEFhBt-n3BfPLlu9u7akQAh8mpB9y07xCk-135VHw7Yfw5XM9JWrLWkPs8LdJGFRmUjj_fBhoZ3jfec79qFqmno4pRW6RkDBR6P7IGv_K0HPLE01Qjx. Acesso em: 17 agosto 2025.

112 Resposta ao Ofício Magalu Pagamentos e Hub (SEI 0863324) em **Processo Administrativo nº 08700.000059/2021-55**. Disponível em: https://sei.cade.gov.br/sei/modulos/pesquisa/md_pesq_documento_consulta_externa.php?DZ2uWeaYicbuRZEFhBt-n3BfPLlu9u7akQAh8mpB9yPM-UTY0M-FwNnQH-EgqQhUJhuLkTRajGvUT6gGy8S5e4o2xiFQbe7ZTgQxCRq6rLI_VhOvdfFpjRFI91tLeNp5. Acesso em: 17 agosto 2025.

113 Parecer 88 (SEI 0879885) em **Processo Administrativo nº 08700.000059/2021-55**. Disponível em: https://sei.cade.gov.br/sei/modulos/pesquisa/md_pesq_documento_consulta_externa.php?DZ2uWeaYicbuRZEFhBt-MfpbcaaZNdccFyzARX0nA4G_j6A0rBPlUvKeUO_. Acesso em: 17 agosto 2025.

114 Vide Voto da Conselheira Paula Farani de Azevedo (SEI 0893999) em **Processo Administrativo nº 08700.000059/2021-55**.

complementaridade dos produtos ofertados pelas Requerentes. Com base nisso, investigou a teoria de dano relativa a efeitos congloberais de fechamento de mercado, mas confirmou que isso não seria viável devido às baixas participações de mercado. Apesar da ausência de posição dominante, a Conselheira decidiu avaliar o possível aumento de poder de mercado em razão do acesso aos dados, reconhecendo que a instrução não foi suficiente para permitir uma conclusão acerca da abrangência das informações que seriam acessadas. Mesmo assim, uma instrução adicional não seria necessária no presente caso na medida em que a Hub ainda estaria submetida a obrigações contratuais (cláusulas de confidencialidade), legais (LGPD) e regulatórias (BACEN). Ao fim, a operação foi aprovada sem restrições, nos termos do Voto da Conselheira-Relatora.

3. A (IR)RELEVÂNCIA DA CONCENTRAÇÃO DE DADOS

À luz dos precedentes expostos acima, é possível traçar um panorama de quais são os principais pontos comuns de discussão que deles podem ser extraídos. Uma vez estabelecidos esses pontos comuns, pretende-se estabelecer um debate crítico sobre como os conceitos e parâmetros tradicionais do direito concorrencial bem como os novos conceitos associados aos mercados centrados em dados foram aplicados pelas autoridades.

A) CRIATIVIDADE DOS AGENTES ECONÔMICOS E NOVOS MERCADOS RELEVANTES

O agente econômico é naturalmente criativo. Isso significa que, na procura por aumentar os lucros, o agente econômico tende a inovar, criando processos, produtos e serviços. No caso de uma empresa que detém posição dominante, entende-se que esta usará de todos os artifícios disponíveis não só para manter essa posição dominante,

mas além, para alavancar sua posição no mercado, com tendências inclusive ao monopólio.

Tendo isso em vista, a LDC acertou ao adotar como parâmetro a potencialidade de efeitos gerados, tanto para a análise de uma concentração econômica quanto para a constatação de uma infração concorrencial. Esse capítulo se dedica justamente a averiguar a potencialidade de efeitos negativos no mercado a partir de ACs entre empresas *data-driven*, sob a perspectiva da criatividade do agente econômico.

Primeiramente, a título de ilustração do que se pretende discutir, tem-se a aquisição do Whatsapp pelo Facebook. No exame da operação, a CE descartou a possibilidade de definir um mercado relevante especificamente para os dados, por entender que, como não havia venda de dados a terceiros, não havia necessidade de destacar um mercado relevante exclusivamente para dados. Ainda mais se considerado que as empresas negaram a hipótese suscitada pela CE de que o Facebook estaria adquirindo o Whatsapp com o fito de acessar os dados dos usuários e utilizá-los para seus próprios serviços de publicidade. Não obstante, conforme visto, meses depois as plataformas concretizaram a estratégia inicialmente aventada pela autoridade e mudaram seus termos de serviço para incluir que os dados do Whatsapp seriam utilizados para a personalização dos serviços do Facebook, o que ensejou aplicação de multa por prestação de informações enganosas pelas Requerentes.

Frente a esse precedente, é preciso ressaltar que o ponto não analisado pela autoridade concorrencial europeia - o mercado relevante de dados - julgado como uma inovação sem propósito frente a operação pleiteada, constituía justamente o ponto central da estratégia do Facebook. Nesse caso, a autoridade pecou em não abordar a operação com um olhar voltado à potencialidade de produção de efeitos negativos, levando em consideração aspectos diferentes daqueles usados no âmbito da metodologia tradicional, isto é, mediante uma abordagem dinâmica.

Conforme defensores dessa abordagem¹¹⁵, é possível pensar que definir um mercado mais amplo de dados daria margem às autoridades para enfrentarem a questão da concorrência potencial em mercados relevantes associados a outros mercados, como o mercado de dados destinado às plataformas. Nesse sentido, estaria englobado o cenário em que duas empresas concorrentes em um mercado relevante concorrem igualmente em outro mercado relevante - mercado de dados destinado exclusivamente a esse mercado relevante distinto. Dessa forma, a definição de um mercado de dados amplo atenderia ao propósito de endereçar potenciais criatividades do agente econômico sem haver investimento em raciocínios de natureza especulativa por parte da autoridade.

Ainda de acordo com os defensores dessa teoria, a definição de um mercado amplo de dados que se dedica a conjugar dois mercados relevantes distintos mas relacionados serviria para satisfazer a preocupação com efeitos conglomerais. Nesse sentido, seria possível inibir a concretização da teoria de dano da atuação transversal, por meio da qual as partes utilizam do seu poder de mercado em determinado mercado relevante para aumentá-lo em um mercado adjacente ou conexo¹¹⁶. Especificamente no âmbito de mercados associados ao uso de dados, é preciso mencionar nova teoria de dano de efeitos conglomerais que diz respeito ao uso, pela empresa fusionada, de dados dos consumidores em um serviço preço-zero para construir uma base de dados em um mercado relacionado¹¹⁷, como parece ter sido o caso do Facebook/Whatsapp.

115 Cf. FIDELIS, op. cit., p. 132, seria possível pensar em um *forward looking approach*, que envolve a definição de um “mercado potencial de dados necessários para fornecer serviços a usuários e anunciantes” (*potential market for data needed to provide services for users and advertisers would*).

116 ATTAYDE, Maria Cristina de Souza Leão. **Efeitos Conglomerados na Jurisprudência do CADE**. In: CADE. Revista de Defesa da Concorrência, , v. 9, n. 2, Cap. 8, p. 163, 2021. Disponível em: <https://revista.cade.gov.br/index.php/revistadedefesadaconcorrencia/article/view/956>. Acesso em: 17 agosto 2025.

117 Cf. OCDE - Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico, **OECD Handbook on Competition Policy in the Digital Age**. 2022, p. 52. Disponível em: <https://www.oecd.org/daf/competition/oecd-handbook-on-competition-policy-in-the-digital-age.pdf>. Acesso em: 17 agosto 2025.

Neste caso, o que se observa é que efetivamente o objetivo da operação era a aquisição de dados do Whatsapp voltados à personalização de publicidade do Facebook. Se a autoridade tivesse adentrado mais nesse tópico, talvez por meio de instrução mais detalhada, teria notado inclusive que essa teoria seria comprovada pela proximidade que o Facebook estava de atingir sua capacidade máxima de oferecimento de anúncios, o que justificaria uma possível estratégia, a ser investigada pela CE, de expandir seu serviço de publicidade para outros mercados¹¹⁸. De fato, a realização de testes de mercado e a coleta de evidências diretas das empresas, sobretudo o acesso aos documentos internos da empresa, que permitem auferir a percepção da empresa sobre o setor e a concorrência, são instrumentos de instrução capazes de auxiliar as autoridades à definir um mercado relevante com maior precisão, conforme demonstrado em estudo conduzido pelo CADE em conjunto com a ICN¹¹⁹.

Em território nacional, tem-se outro exemplo de alegada criatividade do agente econômico, o do caso Magalu/Hub. Se não fosse por manifestação de Terceiro Interessado, a autoridade provavelmente teria relegado a segundo plano as questões atinentes à dados. Isso porque, frente aos objetivos e funcionamento da operação apresentados, dificilmente seria possível imaginar a tese trazida pela Terceiro Interessado de que os dados obtidos a partir de relação contratual com uma das empresas envolvidas poderiam ser usados para o aperfeiçoamento dos serviços da outra empresa que é concorrente do Terceiro Interessado, de maneira a lhe conferir vantagem competitiva ou a incentivar uma conduta anticompetitiva. Seria possível, inclusive, imaginar a aplicação da teoria de dano de atuação transversal, já que se verifica uma estratégia comercial por meio de concentração econômica, em um mercado, que implica indiretamente na dominação de outro mercado. Nisso reside a importância da participação da sociedade civil nos processos sob a

118 Ibid., p. 138.

119 CADE – CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA; ICN – INTERNATIONAL COMPETITION NETWORK, op. cit., p. 40-41.

responsabilidade do CADE: a possibilidade de, utilizando-se de seu conhecimento sobre o mercado relevante, aventarem teorias de dano não previstas anteriormente pela autoridade da concorrência.

Diante do precedente citado, afirma-se que, se é verdade que se espera que o agente seja colaborador da autoridade, também deve haver certo ceticismo quanto às justificativas e eficiências da operação apresentadas, já que a própria concentração econômica significa uma estratégia comercial das empresas envolvidas. Em casos de empresas *data-driven*, essa desconfiança se mostra ainda mais necessária quando se tem em consideração que há grande assimetria informacional entre as empresas e as autoridades da concorrência.

De todo modo, o que se depreende dos exemplos trazidos acima é que a criatividade do agente econômico deve ser fonte de atenção das autoridades no momento do exame de uma concentração econômica. De um lado, não se pode presumir que as empresas estarão dispostas a sempre revelar à autoridade da concorrência toda a conjuntura de sua estratégia, pois há situações em que a vantagem auferida de não revelar as informações de imediato e, posteriormente, arcar com uma multa se mostra mais lucrativa. Disso se conclui a importância da participação de Terceiros Interessados.

Por outro lado, há situações em que a estratégia da empresa nem sempre é clara, mas que, com a aquisição de dados e a consolidação de uma base de dados ampla, pode vir a ser desenvolvida pelo agente econômico criativo de modo a afetar negativamente o mercado. Nestes casos, pensar em definir um mercado relevante amplo exclusivamente sobre dados pode ser uma metodologia interessante.

Embora não seja razoável, *a priori*, pensar em uma remodelação total da metodologia empregada pelas autoridades para tratar de casos de *data-driven mergers*, a criatividade do agente econômico impõe a necessidade de adaptar essas ferramentas por meio de uma abordagem voltada a efeitos potenciais.

B) EFICIÊNCIAS ECONÔMICAS: BEM-ESTAR DO CONSUMIDOR E INOVAÇÃO

Se a apresentação de eficiências econômicas já é requisito ordenado em lei e de praxe das autoridades concorrenciais, na esfera das concentrações envolvendo empresas baseadas em dados, essa ferramenta se torna ainda mais potente. Curiosamente, dos casos tratados acima que dispõem sobre ACs (Facebook/Whatsapp e Magalu/Hub), nenhum dedica trecho específico à análise de eficiências.

De fato, o CADE se mostra geralmente disposto a levar em consideração eficiências e sinergias potenciais decorrentes das operações. Não só, mas também, estabelece parâmetros de validade em seus Guias (Guia H e Guia V+)¹²⁰ para aceitar as eficiências apresentadas: benefícios prováveis e verificáveis, específicos da operação, tempestivos e produtores de bem-estar do consumidor.

Particularmente no que tange o requisito do bem-estar do consumidor, a análise em casos de operações baseadas em dados em mercados digitais se torna mais complexa, na medida em que se elimina o referencial do preço. Conforme se extrai de certos autores¹²¹, o bem-estar do consumidor é tradicionalmente vinculado à redução do preço do produto – talvez pela facilidade de quantificação da eficiência relacionada ao preço. Em mercados de “preço zero”, portanto, a avaliação da eficiência exigirá da autoridade um investimento na

120 CADE - CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA (Abril 2024) op. cit., p. 27; CADE - CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA (Julho 2016) op. cit., p. 45-47.

121 De acordo com FERNANDES, Victor Oliveira. **Direito da Concorrência das Plataformas Digitais: Entre Abuso de Poder Econômico e Inovação**. Revista dos Tribunais, 2022, p. 179-180: “A emergência de plataformas digitais de preço zero tensiona a noção tradicional de a adoção de práticas anticompetitivas prejudicar o bem-estar do consumidor ao aumentar preços ou diminuir os níveis de oferta”. Ainda, nas palavras do autor: “A conservação do consumer welfare como valor orientativo da intervenção antitruste em plataformas digitais, no entanto, requer que se compreenda como a concorrência pode ser restringida em dimensões não relacionadas a preço”. Ainda, vide LEITE, Anna Olímpia de Moura; LAMEIRA, Verônica de Castro; COUTO, Raytza Resende Yoshimura. **Eficiências em atos de concentração: Qual é o padrão de análise?**. In: Mulheres no Antitruste, São Paulo, v. 5, ed. 1, 2023, p. 102. Disponível em: https://www.womeninantitrust.org/_files/ugd/67a03a_c9e3f3f867dc4cc9a94007b565c1b7d7.pdf. Acesso em: 17 agosto 2025.

investigação e criatividade para adequar os parâmetros tradicionais às novas eficiências. Adicionalmente, representará um desafio para as Requerentes as quais deverão mensurar de forma quantitativa as eficiências.

Para além dos precedentes explorados acima, tal desafio pode ser notado no caso americano ainda em andamento que ganhou destaque na mídia: *Meta v. FTC*. No referido caso, a autoridade investiga se a Meta teria abusado de sua posição dominante ao adquirir as plataformas Instagram (2012) e Whatsapp (2014), aplicando um enfoque em privacidade¹²². Um dos argumentos usados para provar que o Facebook seria um monopolista diz respeito a manutenção de seu engajamento e receitas mesmo após o maior escândalo de privacidade da história envolvendo Cambridge Analytica. Ademais, a autoridade americana está sendo desafiada pela Representada por estar usando parâmetros de análise alternativos, relacionados à qualidade do produto, que são de difícil mensuração¹²³.

Além do desafio de mensurar as eficiências em mercados envolvendo dados, vale destacar que há que se ter um vislumbre concreto de que a operação é capaz de gerar eficiências para além da mera concentração de dados nas mãos de um só agente, como ocorre em *Killer Acquisitions*. Nesse sentido, se faz ainda mais imprescindível a análise do caráter de benefício provável e verificável da eficiência usualmente exigida pelo CADE para sua validação. Uma vez comprovada que a eficiência é provável e verificável, descarta-se que a aquisição de determinado agente econômico tem como objetivo único a descontinuidade das suas atividades, com o fim de eliminar a

122 MAY, Chris; SWIFT, Mike. **FTC's Meta monopolization suit aims to succeed where DOJ failed: privacy harms**. MLex, 18 abril 2025. Disponível em: <https://www.mlex.com/mlex/antitrust/articles/2327575/ftc-s-meta-monopolization-suit-aims-to-succeed-where-doj-failed-privacy-harms>. Acesso em: 18 agosto 2025.

123 MAY, Chris. **Meta-US FTC antitrust trial grapples with slippery economics on product quality**. MLex, 14 agosto 2025. Disponível em: <https://content.mlex.com/#/content/1676297/meta-us-ftc-antitrust-trial-grapples-with-slippery-economics-on-product-quality>. Acesso em: 18 agosto 2025.

concorrência efetiva e potencial e de receber os dados possuídos pelo agente adquirido¹²⁴.

À luz desses parâmetros, é que se impõe a análise das eficiências apresentadas nos casos acima, a saber economias de escopo, aprimoramento da qualidade do serviço oferecido e inovação, a fim de se apurar a capacidade de tais eficiências de efetivamente contrabalançar os diversos efeitos negativos das operações pautadas em dados.

No caso do Facebook/Whatsapp, foi aventada a possibilidade de que a operação pudesse gerar economias de escopo no mercado de publicidade on-line. A teoria criada era de que o Whatsapp poderia fornecer dados relevantes para o serviço de publicidade do Facebook, na medida em que não atuava com publicidade on-line. Isto é, segundo a CE, as Requerentes estariam visando que, com o fornecimento de dados pelo Whatsapp, haveria uma redução dos custos na personalização de serviços de publicidade on-line e consequente aumento da eficiência do serviço.

Embora essa tese tenha sido descartada pela autoridade, em vista principalmente da insignificância dos dados detidos pelo Whatsapp, é possível questionar se não poderia constituir uma eficiência válida a ser alegada no decorrer do processo de aprovação de um AC. Sob esse ponto de vista, entende-se que a suposta eficiência, ainda que possivelmente chegue a atender a alguns dos parâmetros determinados pelo CADE para sua validação, evidentemente não seria repassada aos consumidores, ou seja, não é produtora de bem-estar do consumidor (art. 88, §6º, II, da LDC). Pelo contrário, entende-se que

124 No caso Facebook/Whatsapp, por exemplo, muitas das críticas giram em torno do fato de que a CE não suscitou a possibilidade de a compra constituir uma *Killer Acquisition*: “As pointed out by many critics, the reason why Facebook was paying nearly \$22 billion to buy a firm with modest revenues⁵¹ and less than 60 employees, lies in the fact that WhatsApp, by scanning millions address books, had built an alternative “social graph”, the network of connections between friends, which is indeed Facebook’s most valuable asset. WhatsApp functionalities were becoming closer to offer a broader digital social experience, as provided by Facebook. Therefore, Facebook was eliminating a nascent threat in the social network services, and the merger would rend Facebook’s dominant position in social network even less contestable in the future” em FIDELIS, op. cit., p. 136-137.

a suposta economia de escopo implica na degradação do bem-estar dos consumidores, na medida em que a concentração de dados nas mãos de um só agente, ao invés de dois, constituiria um incentivo para a empresa fusionada de reduzir a privacidade dos consumidores de ambas as plataformas, de forma a degradar a qualidade do produto. Trata-se da teoria de que a degradação da privacidade corresponderia a uma degradação da qualidade do produto¹²⁵.

Aqui, é preciso resgatar o julgado do Facebook na Alemanha. No caso do Facebook julgado pela autoridade alemã, a empresa alegou expressamente que os termos que designam a coleta de dados na extensão em que se observava não serviriam apenas para o cumprimento do contrato, conforme exigido pela GDPR, mas para o melhor cumprimento do contrato, de modo a gerar eficiências na prestação dos serviços do Facebook. Neste caso, portanto, se estaria alegando um incremento na qualidade do serviço oferecido mediante a utilização de termo de serviço exploratório. Interessante notar o posicionamento do Bundeskartellamt de que, aceitar essa premissa, poderia acarretar no aceite de um tratamento ilimitado de dados, sob o mero fundamento de que servem para aprimorar constantemente o modelo de negócios exploratório da empresa e finalmente, beneficiar o produto usufruído pelo consumidor.

Mais uma vez, ocorre que, embora de fato seja possível afirmar que o consumidor perceberia uma melhora da qualidade com o produto, isso não significaria correspondente melhora do bem-estar do consumidor. Aqui, se entende um duplo efeito: enquanto há o efeito positivo para o bem-estar do consumidor em relação ao produto utilizado, há também o efeito negativo no sentido da diminuição da proteção de dados e privacidade. Nesse sentido, é preciso destacar ensinamento de Pfeiffer¹²⁶:

125 BARROS, Lucas de Góis. **A integração da proteção de dados pessoais ao direito da concorrência: interpretação, aplicação e política pública.** 2023. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2023. p. 110.

126 PFEIFFER, Roberto Augusto Castellanos. **Defesa da Concorrência e Bem-Estar do Consumidor.** Tese (Doutorado em Direito) - Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010, p. 94. Disponível em: <https://www.teses.usp.br/teses/>

Tal precisão conceitual deixa clara a constatação de que nem sempre a eficiência econômica é sinônima de interesse do consumidor, havendo inclusive situações em que o aumento do bem-estar econômico pode ser alcançado com redução do bem-estar específico dos consumidores de determinado produto ou serviço afetado por uma concentração ou conduta” (grifo próprio)

Ainda, faz-se necessário relembrar a posição de diversos estudiosos, de que uma coleta excessiva de dados que implica em preocupações relativas à privacidade do consumidor pode constituir um fator de redução da qualidade do produto percebida pelo usuário¹²⁷. Se tal entendimento fosse adotado pelas autoridades, como o foi pelo Bundeskartellamt, não seria possível afirmar sob nenhum ângulo que a operação geraria eficiências que seriam repassadas ao bem-estar do consumidor, o que, por consequência, deve implicar na rejeição da operação submetida¹²⁸. Nesse sentido: “poderá ser necessário exigir, quando menos, a devida compensação por meio da elevação do nível de proteção de dados pessoais e da garantia da existência efetiva de escolha, como condições para a aprovação do ato de concentração”¹²⁹.

Ademais, de uma perspectiva mais econômica, é interessante notar que, o argumento de que a detenção de cada vez mais dados por um agente mediante AC aprimora o serviço oferecido, não necessariamente cumpre o requisito de eficiência específica. Isso pois a finalidade de incrementar determinado serviço a partir de mais dados

disponiveis/2/2133/tde-26092011-104134/publico/versao_completa_Roberto_Pfeiffer.pdf. Acesso em: 17 agosto 2025.

127 Cf. BARROS, op. cit., p. 120: “Depreende-se daí que um ato de concentração pode representar uma degradação da proteção de dados pessoais em razão do risco e da incerteza associados à transferência dos dados – que, em tese, aumentaria o valor dos dados pelos consumidores –, implicando uma perda de bem-estar caso não haja um correspondente aumento da proteção de dados.”

128 De acordo com PROENÇA, José Marcelo Martins. **Concentração empresarial e o direito da concorrência**. São Paulo: Saraiva, 2001, p. 103, não seria possível aprovar ato de concentração econômica que geram eficiências econômicas excessivas aos agentes econômicos sob a pena do bem-estar do consumidor.

129 BARROS, op. cit., p. 128.

dos usuários poderia em muitos casos ser alcançada por outra via, no período de dois anos, que não pela concentração entre dois agentes. Uma das alternativas possíveis seria a própria empresa aprimorar sua inteligência artificial a fim de melhor captar o comportamento dos usuários. O motivo pelo qual há casos em que a empresa opta por alcançar os dados por meio de concentração econômica pode ser justamente o receio de que os consumidores vejam isso como algo lesivo e se abstenham de utilizar o serviço.

Já em relação às eficiências associadas à inovação, Victor Fernandes¹³⁰ afirma ser a inovação o melhor parâmetro para mercados não marcados por preços. Isso porque a inovação é o parâmetro que oferece menor dificuldade para mensuração por parte da autoridade concorrencial quando comparado a outros, em vista também da grande quantidade de estudos e material sobre o tema. Inclusive, segundo o autor, vários autores defendem que, em casos de concorrência não relacionados a preço, a inovação se mostra como o melhor fator para o bem-estar econômico a longo prazo.

Contudo, alguns teóricos entendem que concentrações econômicas entre empresas *data-driven* seriam, na verdade, desfavoráveis ao ambiente inovador. Retomando tais ensinamentos, entende-se que, sabendo que a empresa dominante seria capaz de corresponder a qualquer investimento feito pela empresa nascente por um custo marginal extremamente mais baixo e oferecendo um produto de maior qualidade, em vista de maior base de dados, a empresa concorrente não teria incentivos para inovar, tampouco a empresa dominante teria incentivos para inovar, em vista de sua posição dominante¹³¹. Isto é, uma concentração econômica em que esteja envolvida uma empresa dominante, só teria por efeito reforçar essa dinâmica.

130 FERNANDES, op. cit., p. 205-206.

131 PRÜFER, Jens; SCHOTTMÜLLER, Christoph. **Competing with Big Data**. Tilburg Law School Legal Studies Research Paper Series, n. 06, 16 fevereiro 2017, p. 02. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2918726 . Acesso em: 17 agosto 2025.

Isso se torna especialmente mais relevante em mercados que dependem de dados e sofrem os efeitos de rede. Considerando as barreiras de entrada criadas pelos efeitos de rede, reconhece-se a presença de uma dinâmica de concorrência de *winner-takes-all* ou *winner-takes-most*. Esse é o motivo pelo qual o CADE tem analisado a inovação em julgados de ACs sob a ótica de poder de mercado, uma vez que a concentração de poder de mercado desincentiva os concorrentes a inovarem¹³².

Apesar disso, constata-se dos casos acima que a geração de inovação é tratada como premissa básica da qual partem as autoridades em operações no mercado digital. O que se entende é que, tal mercado, é reputado como inovador por natureza, de modo a não haver uma análise mais aprofundada quanto à verdadeira contribuição à inovação¹³³. A única menção expressiva a esse tema é feita no caso da conduta anticompetitiva do Google julgado pelo CADE.

Nesse caso, a discussão trazida pelo Conselheiro João Paulo de Resende era sobre se seria mais desejável a decisão da autoridade constituir um falso positivo, conduta pró-competitiva condenada, ou um falso negativo, conduta anticompetitiva arquivada. Segundo ele, seria mais adequado, em termos de salvaguarda da inovação no mercado digital dito altamente dinâmico, um falso negativo, uma vez que o falso positivo teria por efeito causar um temor ao agente de que a inovação é considerada uma estratégia anticompetitiva pela autoridade da concorrência e consequentemente, inibir o comportamento inovador.

Ao que parece a discussão vai muito além do espectro concorrencial já que claramente envolve uma decisão de política pública. Na esfera concorrencial, impõe-se à autoridade sopesar os benefícios de se coibir uma conduta exploratória relativa a dados

132 FERNANDES, op. cit., p. 206.

133 Contrariamente à orientação da OCDE, a qual defende que a fim de avaliar os efeitos dinâmicos de uma operação, as autoridades devem olhar para a capacidade inovadora das empresas no mercado, para a estabilidade das participações de mercado ao longo do tempo e para barreiras de entrada, cf. OCDE - Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (2022), op. cit., p. 46.

dos usuários por empresas por meio de sua concentração econômica que tenha por efeito colateral a diminuição da inovação ou relegar ao controle de condutas a repressão da conduta anticompetitiva relativa a dados em nome de assegurar o ambiente inovador. Posto de outro modo, em sede de controle de estruturas, a autoridade concorrencial deve se perguntar: a concentração dos dados nas mãos de um único agente econômico que pode acarretar condutas lesivas aos consumidores pode ser justificada pela proteção de um ambiente de negócios inovador?

Diante do exposto, defende-se que deve ser incorporada uma abordagem dinâmica para a análise de ACs no CADE. Tal abordagem confere menos importância a fatores como participação de mercado e concentração de mercado e mais para inovação e incentivos a comportamentos no cenário pós-operação¹³⁴. Ainda, de acordo com Victor Fernandes¹³⁵, a abordagem dinâmica deve englobar as particularidades da inovação em mercados digitais, tais como o papel relevante dos processos inovadores baseados em dados, a durabilidade do poder de mercado de agentes dominantes e tendências de formação de ecossistemas.

Desse modo, entende-se que uma maior atenção à comprovação da efetiva contribuição à inovação em cada caso seria oportuna para a análise de operações baseadas em dados e mais, para mensurar a escolha a ser realizada pela autoridade da concorrência entre inovação e proteção de dados. Para além de uma questão puramente concorrencial, trata-se de uma escolha que deve ser assumida em conjunto pelas autoridades envolvidas nesse tema, conforme será visto no próximo tópico.

C) POSSIBILIDADE DE COOPERAÇÃO ENTRE AS AUTORIDADES RELEVANTES (CADE E ANPD)

134 FIDELIS, op. cit., p. 130-131, 2017. Também, FERNANDES, op. cit., p. 180.

135 FERNANDES, op. cit., p. 212.

Em linha com o discutido anteriormente, a análise concorrencial de ACs entre empresas *data-driven* se mostra como um assunto interdisciplinar que exige um olhar para além dos limites da matéria concorrencial. Mais, se impõe um olhar de política pública que necessariamente envolve a atuação conjunta e integrada entre autoridades com vistas ao bem comum do consumidor, traduzido nas esferas da concorrência e da proteção de dados.

Fato é que, estando diante de temática interdisciplinar, faz-se necessário discernir as competências das autoridades envolvidas. No caso em espécie, a avaliação de questões de proteção de dados que podem ter impactos concorrenenciais envolve necessariamente, de um lado, a autoridade de proteção de dados, a Autoridade Nacional de Proteção de Dados (“ANPD”), e do outro, a autoridade concorrencial, o CADE.

A delimitação da competência de cada autoridade e consequente necessidade de separação entre a atuação de cada uma foi argumento trazido pela CE no âmbito do caso Facebook/Whatsapp. Naquela ocasião, a CE entendeu caber a ela apenas a análise dos efeitos concorrenenciais da concentração de dados gerada a partir da aquisição, ao passo em que entendeu recair à autoridade de dados a responsabilidade de questões relativas à privacidade em função de tal concentração de dados.

Como ocorrido no caso Facebook, onde o Bundeskartellamt inovou ao fundamentar com a GDPR sua decisão para condenar os atos anticompetitivos praticados pelo Facebook. Entre os argumentos para tanto, interessante destacar o de que a GDPR não cobria hipótese de atos abusivos e lesivos aos dados praticados por empresas em posição dominante, cabendo, portanto, à autoridade concorrencial analisá-los. Do mesmo modo, destaca-se aquele de que as normas de proteção de dados, por estarem ancoradas em princípios fundamentais, devem ser aplicadas por todas as autoridades relevantes, apesar de serem principalmente de domínio da autoridade de proteção de dados. Por fim, verificou-se no caso em concreto a efetividade da cooperação

entre autoridades, haja vista a consulta feita pelo Bundeskartellamt às autoridades de proteção de dados durante o caso.

Voltando atrás no seu posicionamento anterior, o Tribunal de Justiça da União Europeia deu o aval para que o Bundeskartellamt fizesse uso de normas de proteção de dados na análise concorrencial¹³⁶. Trata-se de posicionamento extremamente interessante para uma abordagem suficientemente ampla de proteção de dados e que diverge daquele adotado pela própria CE no julgamento do caso Facebook/Whatsapp em 2014. Assim, frente à consolidação das regras da GDPR e o desenvolvimento da jurisprudência concorrencial desde 2014, é de se notar a evolução do pensamento referente à integração entre as duas matérias.

No caso Magalu/Hub, o CADE, apesar de não dispor sobre cooperação ou separação estrita entre autoridades, em linha com o exposto acima, considerou as obrigações regulatórias da LGPD suficientes para coibir o uso de informações concorrencialmente sensíveis pelas Requerentes. Segundo a Conselheira-Relatora, a LGPD impossibilitaria que os dados do Terceiro Interessado pudessem ser tratados sem o consentimento dos usuários e, principalmente, sem seguir os princípios da lei. Apesar de nesse caso, a LGPD não ter sido o fundamento principal, deve-se reconhecer a importância de tal precedente para a intersecção entre as duas matérias no cenário nacional.

De toda forma, no contexto nacional, ambas as autoridades de concorrência e de proteção de dados possuem suas competências delimitadas, bem como é prevista a possibilidade de cooperação entre elas. Inclusive, é de costume da autoridade de concorrência recorrer a agências reguladoras para realizar consultas em sede de controle de ACs¹³⁷.

¹³⁶ BUNDESKARTELLAMT, **CJEU decision in Facebook proceeding: Bundeskartellamt may take data protection rules into consideration.** Disponível em: https://www.bundeskartellamt.de/SharedDocs/Meldung/EN/Pressemitteilungen/2023/04_07_2023_EuGH.html. Acesso em: 17 agosto 2025.

¹³⁷ BARROS, op. cit., p. 190.

Sob essa perspectiva, a competência do CADE foi descrita na LDC e complementada pelo Regimento Interno do CADE (“RiCade”)¹³⁸, cuja finalidade pode ser resumida como prevenção e repressão às infrações contra a ordem econômica, nos termos da LDC, ancorada em princípios constitucionais, por exemplo, liberdade de iniciativa, livre concorrência e bem-estar do consumidor (art. 1º do RiCade). Já a ANPD tem suas competências dispostas na LGPD, em especial a de zelar pela proteção de dados pessoais (art. 55-J, I da LGPD). Além disso, nota-se que a própria LGPD se ocupou em trazer a competência específica de cooperação com outros órgãos esperada da ANPD¹³⁹.

A fim de concretizar o mandamento da Lei, as autoridades de proteção de dados e de concorrência firmaram o Acordo de Cooperação Técnica¹⁴⁰ em Maio de 2021. A finalidade do acordo é estabelecer uma cooperação em assuntos que interseccionam ambas as matérias de competência, de forma a possibilitar uma atuação coordenada¹⁴¹. Entre as obrigações comuns definidas para as partes, destaca-se: “cooperação, quando necessário, em casos de Atos de Concentração com transferência ou outros tratamentos de dados pessoais” (Cláusula Terceira, 5). Ou seja, o Acordo de Cooperação Técnica torna inequívoca a possibilidade de

138 CADE - CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA. **Regimento Interno do CADE**. Fevereiro de 2021. Disponível em: <https://cdn.cade.gov.br/Portal/centrais-de-conteudo/regimento-interno/Regimento-interno-Cade-versao-05-2021.pdf>. Acesso em: 17 agosto 2025.

139 Art. 55-J, XXIV, §3º A ANPD e os órgãos e entidades públicos responsáveis pela regulação de setores específicos da atividade econômica e governamental devem coordenar suas atividades, nas correspondentes esferas de atuação, com vistas a assegurar o cumprimento de suas atribuições com a maior eficiência e promover o adequado funcionamento dos setores regulados, conforme legislação específica, e o tratamento de dados pessoais, na forma desta Lei. (Incluído pela Lei nº 13.853, de 2019)

140 ANPD - AGÊNCIA NACIONAL DE PROTEÇÃO DE DADOS; CADE - CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA. **Acordo de Cooperação Técnica nº 5/2021**, de 02 de junho de 2021. Acordo de cooperação técnica entre Conselho Administrativo de Defesa Econômica - CADE e a Autoridade Nacional de Proteção de Dados - ANPD, para o aperfeiçoamento das ações voltadas à defesa, fomento e disseminação da concorrência no âmbito dos serviços de proteção de dados. Disponível em: <https://www.gov.br/anpd/pt-br/assuntos/noticias/act-tarjado-compactado.pdf>. Acesso em: 17 agosto 2025.

141 Ibid., p. 10: “desde que haja tangenciamento e a compatibilidade de suas competências e finalidades com vistas à zelar por objetivos comuns”.

a ANPD contribuir com a sua *expertise* para a análise de ACs, sendo possível inclusive conforme posto pelo Acordo a “*análise e manifestação da ANPD acerca dos processos submetidos ao CADE e que digam respeito à proteção de dados pessoais*” (Cláusula Quinta, 3). Ademais, o acordo prevê a possibilidade de a ANPD contribuir com estudos para a definição de mercado relevante em casos em que a transferência de dados pessoais seja constatada e para aferir a portabilidade de dados como ferramenta de defesa da concorrência (Cláusula Quinta, 12 e 13).

Trata-se de demonstração evidente por parte do CADE da atenção que tem empregado no tema da intersecção entre direito concorrencial e proteção de dados. Tal afirmação é reforçada pelos seguintes “Considerandos” tecidos no contexto da justificativa do Acordo de Cooperação Técnica:

“CONSIDERANDO a premente necessidade da cooperação e articulação dos órgãos públicos no combate das práticas lesivas à ordem econômica e frente às dificuldades enfrentadas para instrução de processos desta natureza, ante a celeridade e engenhosidade de novas formas de afronta à livre concorrência.

(...)

CONSIDERANDO que a atuação articulada entre o CADE e a ANPD proporciona maior efetividade para o alcance da proteção de dados quando da sua utilização abusiva por parte dos agentes econômicos”

Conforme se observa, leva-se em conta argumentos suscitados nesse estudo, tais como criatividade do agente econômico (“*celeridade e engenhosidade de novas formas de afronta à livre concorrência*”), utilização abusiva de dados por agentes econômicos e finalmente, possibilidade de atuação conjunta e integração entre autoridades.

Sob um espectro para além da cooperação, seria cabível questionar se, inspirado na decisão da autoridade alemã no caso Facebook, não seria possível que o CADE venha a aplicar a LPGD

para fundamentar uma decisão de aprovação ou rejeição de ato de concentração no exercício de sua competência. De fato, a doutrina¹⁴² entende que a LGPD, em seus artigos 55-J, XXIII, §3º e §4º, e 55-K, parágrafo único, determinou a coexistência de órgãos no poder de interpretar e aplicar as normas de proteção de dados. Essa coexistência é limitada apenas pelo papel central e terminativo que a ANPD deve assumir frente às outras autoridades. Assim, parece ser possível a replicação do que ocorreu no exemplo estrangeiro em território brasileiro (caso Facebook), isto é, a possibilidade de o CADE fundamentar, mediante legislação de proteção de dados, a análise do efeito anticompetitivo de determinado ato de concentração.

Desse modo, nota-se que, ao menos em território nacional, as autoridades estão preocupadas com a concorrência em mercados associados a dados e se disponibilizam, mediante Acordo de Cooperação, para atender às necessidades dessa intersecção. Não só, mas também, parece haver um ambiente de *enforcement* estruturado para aplicação de normas de proteção de dados por órgãos correlatos, inclusive o CADE, quando necessário.

142 BARROS, op. cit., p. 189-190.

4. CONCLUSÃO

O presente artigo, ao buscar responder à pergunta de *se e como* a concentração de dados influencia a análise de ACs entre empresas *data-driven*, apurou que o tema da concentração de dados já é alvo de atenção das autoridades, ainda que incipiente. Nos casos tratados há, de fato, um tratamento da questão de dados, sobretudo sob a ótica do acesso a informações concorrencialmente sensíveis e dos dados como barreiras de entrada.

Não obstante, constata-se a necessidade de incorporação, dentro da análise tradicional, de novos conceitos, teorias de dano associadas a dados, metodologias de definição de mercado relevante e sistematização de cooperações com outras autoridades, que possam efetivamente endereçar o problema da concentração de dados nas mãos de um só agente econômico.

De todo modo, o que se verifica é que a concentração de dados é, de fato, e deve ser ainda mais relevante no futuro para a análise de ACs entre empresas *data-driven*, em virtude dos múltiplos efeitos danosos que pode desencadear para a ordem concorrencial.

BIBLIOGRAFIA

ALEMANHA. Bundeskartellamt. **Decision B6-22/16. Facebook, Exploitative business terms pursuant to Section 19(1) GWB for inadequate data processing**, julgado em 06 fevereiro 2019. Disponível em: <https://www.bundeskartellamt.de/SharedDocs/Entscheidung/EN/Fallberichte/Missbrauchsauficht/2019/B6-22-16.html>. Acesso em: 05 agosto 2025.

ANPD - AGÊNCIA NACIONAL DE PROTEÇÃO DE DADOS; CADE - CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA. **Acordo de Cooperação Técnica nº 5/2021**, de 02 de junho de 2021. Acordo de cooperação técnica entre Conselho Administrativo de Defesa Econômica - CADE e a Autoridade Nacional de Proteção de Dados - ANPD, para o aperfeiçoamento das ações voltadas à defesa, fomento e disseminação da concorrência no âmbito dos serviços de proteção de dados. Disponível em: <https://www.gov.br/anpd/pt-br/assuntos/noticias/act-tarjado-compactado.pdf>. Acesso em: 17 agosto 2025.

ARGENTON, Cédric; PRÜFER, Jens. **Search Engine Competition with Network Externalities**. Journal of Competition Law and Economics, vol. 8, issue 1, 01 março 2012. Disponível em: <https://academic.oup.com/jcle/article/8/1/73/818183>. Acesso em: 17 agosto 2025.

ARTHUR, Charles. **Tech giants may be huge, but nothing matches big data**. The Guardian, 23 agosto 2013. Disponível em: <https://www.theguardian.com/technology/2013/aug/23/tech-giants-data>. Acesso em: 17 agosto 2025.

ATTAYDE, Maria Cristina de Souza Leão. **Efeitos Conglomerados na Jurisprudência do CADE**. In: CADE. Revista de Defesa da Concorrência, v. 9, n. 2, Cap. 8, p. 159-187, 2021. Disponível em: <https://revista.cade.gov.br/index.php/revistadedefesadaconcorrencia/article/view/956>. Acesso em: 17 agosto 2025.

ATHAYDE, Amanda. **Acesso e uso de informações concorrencialmente sensíveis como teoria do dano concorrencial em integrações verticais e conglomerais: o que analisar?**. Migalhas, 02 outubro 2023. Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/depeso/394483/acesso-e-uso-de-informacoes-concorrencialmente-sensiveis>. Acesso em: 17 agosto 2025.

BARROS, Lucas de Góis. **A integração da proteção de dados pessoais ao direito da concorrência: interpretação, aplicação e política pública.** 2023. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2023.

BRASIL. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. **Processo Administrativo nº 08012.010483/2011-94**, rel. Conselheiro Maurício Bandeira Maia, julgado em 26 de junho de 2019. Disponível em: https://sei.cade.gov.br/sei/modulos/pesquisa/md_pesq_processo_exibir.php?2pXoYgv29q86Rn-fAe4ZUaXIR3v7-gVxEWL1JeB-RtUgqOwvr6Zlwydl0IhRNSr2Q22lByVKByYDYwsa13_JxqlidakEIsAfM40O_nlair2nlnoNzF4h6tAzo-cc8tTVt. Acesso em: 05 agosto 2025.

BRASIL. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. **Processo Administrativo nº 08700.000059/2021-55**, rel. Conselheira Paula Farani de Azevedo Silveira, julgado em 20 de abril de 2021. Disponível em: https://sei.cade.gov.br/sei/modulos/pesquisa/md_pesq_processo_exibir.php?0c62g277GvPsZeP. Acesso em: 17 agosto 2025.

BRASIL. MINISTÉRIO DA FAZENDA. **Ministério da Fazenda apresenta propostas para aprimorar a defesa da concorrência no ambiente de plataformas digitais.** 10 outubro 2024. Disponível em: <https://www.gov.br/fazenda/pt-br/assuntos/noticias/2024/outubro/ministerio-da-fazenda-apresenta-propostas-para-aprimorar-a-defesa-da-concorrencia-no-ambiente-de-plataformas-digitais>. Acesso em: 01 maio 2025.

BUNDESKARTELLAMT. Bundeskartellamt prohibits Facebook from combining user data from different sources. Disponível em: https://www.bundeskartellamt.de/SharedDocs/Meldung/EN/Pressemitteilungen/2019/07_02_2019_Facebook.html. Acesso em: 05 agosto 2025.

BUNDESKARTELLAMT, CJEU decision in Facebook proceeding: Bundeskartellamt may take data protection rules into consideration. Disponível em: https://www.bundeskartellamt.de/SharedDocs/Meldung/EN/Pressemitteilungen/2023/04_07_2023_EuGH.html. Acesso em: 17 agosto 2025.

BUNDESKARTELLAMT, Facebook proceeding concluded. Disponível em: https://www.bundeskartellamt.de/SharedDocs/Meldung/EN/Pressemitteilungen/2024/10_10_2024_Facebook.html . Acesso em 27 abril 2025.

CADE – CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA; ICN – INTERNATIONAL COMPETITION NETWORK. Control of Data, Market Power, and Potential Competition in Merger Reviews. Abril 2024. p. 40-41. Disponível em: <https://cdn.cade.gov.br/Portal/assuntos/noticias/2024/ICN%20MWG%20Report%20Control%20of%20Data%20Market%20Power%20and%20Potential%20Competition%20in%20Merger%20Review%20-%20CADE.pdf>. Acesso em: 16 agosto 2025.

CADE - CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA. Guia Análise de Atos de Concentração Horizontal. Julho 2016. Disponível em: <https://cdn.cade.gov.br/Portal/centrais-de-conteudo/publicacoes/guias-do-cade/guia-para-analise-de-atos-de-concentracao-horizontal.pdf> . Acesso em: 16 agosto 2025.

CADE - CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA. Guia V+: Guia de Análise de Atos de Concentração Não Horizontais. Abril 2024. Disponível em: <https://cdn.cade.gov.br/Portal/>

centrais-de-conteudo/publicacoes/Guia%20V+/Guia-V+2024.pdf. Acesso em: 16 agosto 2025.

CADE - CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA. **Regimento Interno do CADE.** Fevereiro de 2021. Disponível em: <https://cdn.cade.gov.br/Portal/centrais-de-conteudo/regimento-interno/Regimento-interno-Cade-versao-05-2021.pdf>. Acesso em: 17 agosto 2025.

COUTINHO, Diogo R.; KIRA, Beatriz. **Ajustando as lentes: novas teorias do dano para plataformas digitais.** In: CADE. Revista de Defesa da Concorrência. 1. ed., 2023. v. 11, cap.5. Disponível em: <https://revista.cade.gov.br/index.php/revistadedefesadaconcorrencia/article/view/734>. Acesso em: 05 agosto 2025.

CUNNINGHAM, Colleen; EDERER, Floria; MA, Song. **Killer Acquisitions.** Journal of Political Economy, v. 129, n. 3, Abril 2021, p. 649-702. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3241707. Acesso em: 17 agosto 2025.

FERNANDES, Victor Oliveira. **Direito da Concorrência das Plataformas Digitais: Entre Abuso de Poder Econômico e Inovação.** Revista dos Tribunais, 2022.

FIDELIS, Andressa Lin. **Data-driven mergers: a call for further integration of dynamic effects into competition analysis.** Revista do IBRAC, São Paulo, v.23, n.2, p.123-143, 2017. Disponível em: https://ibrac.org.br/UPLOADS/PDF/RevistadoIBRAC/Revista_23_n%C2%BA_2.pdf. Acesso em: 05 agosto 2025.

FORGIONI, Paula A. **Os fundamentos do antitruste.** 12. ed. rev. e atual. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022.

FRAZÃO, Ana. **Direito da Concorrência: Pressupostos e Perspectivas.** 1. ed. São Paulo: Saraiva Jur, 2017.

INTEGRATE.IO. **What Is a Data-Driven Organization?**. 19 setembro 2023. Disponível em: <https://www.integrate.io/blog/data-driven-organizations/#:~:text=A%20data%20driven%20organization%20makes,~and%20identify%20areas%20for%20improvement>. Acesso em: 05 agosto 2025.

LEITE, Anna Olimpia de Moura; LAMEIRA, Verônica de Castro; COUTO, Raytza Resende Yoshimura. **Eficiências em atos de concentração: Qual é o padrão de análise?**. In: Mulheres no Antitruste, São Paulo, v. 5, ed. 1, 2023. Disponível em: https://www.womeninantitrust.org/_files/ugd/67a03a_c9e3f3f867dc4cc9a94007b565c1b7d7.pdf. Acesso em: 17 agosto 2025.

MAY, Chris; SWIFT, Mike. **FTC's Meta monopolization suit aims to succeed where DOJ failed: privacy harms**. MLex, 18 abril 2025. Disponível em: <https://www.mlex.com/mlex/antitrust/articles/2327575/ftc-s-meta-monopolization-suit-aims-to-succeed-where-doj-failed-privacy-harms>. Acesso em: 18 agosto 2025.

MAY, Chris. **Meta-US FTC antitrust trial grapples with slippery economics on product quality**. MLex, 14 agosto 2025. Disponível em: <https://content.mlex.com/#/content/1676297/meta-us-ftc-antitrust-trial-grapples-with-slippery-economics-on-product-quality>. Acesso em: 18 agosto 2025.

MEHRA, Salil K. **Data Privacy and Antitrust in Comparative Perspective**. In: Cornell International Law Journal, vol. 53, março 2019. Disponível em: <https://community.lawschool.cornell.edu/wp-content/uploads/2021/03/Mehra-final.pdf>. Acesso em: 19 setembro 2025.

MOTTA, Lucas Griebeler da. **Análise Multijurisdiccional de Aquisições Centradas em Dados: diagnóstico atual e propostas de política pública para o Brasil**. São Paulo: Associação Data Privacy Brasil de Pesquisa, 2021. Disponível em:

https://www.dataprivacybr.org/wp-content/uploads/2021/05/dpbr_relatorio_data_driven_mergers_vf.pdf . Acesso em: 05 agosto 2025.

OCDE - Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico, **Big Data: Bringing Competition Policy to the Digital Era - Background note by the Secretariat.** 29-30 Novembro 2016. Disponível em: [https://one.oecd.org/document/DAF/COMP\(2016\)14/en/pdf](https://one.oecd.org/document/DAF/COMP(2016)14/en/pdf). Acesso em: 17 agosto 2025.

OCDE - Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico, **Considering non-price effects in merger control – Background note by the Secretariat.** 16 junho 2018. Disponível em: [https://one.oecd.org/document/DAF/COMP\(2018\)2/en/pdf](https://one.oecd.org/document/DAF/COMP(2018)2/en/pdf) . Acesso em: 17 agosto 2025.

OCDE - Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico, **OECD Handbook on Competition Policy in the Digital Age.** 2022. Disponível em: <https://www.oecd.org/daf/competition/oecd-handbook-on-competition-policy-in-the-digital-age.pdf>. Acesso em: 17 agosto 2025.

OCDE - Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico, **Roundtable on Conglomerate Effects of Mergers.** 2020. Disponível em: [https://one.oecd.org/document/DAF/COMP\(2020\)2/en/pdf](https://one.oecd.org/document/DAF/COMP(2020)2/en/pdf). Acesso em: 17 agosto 2025.

OCDE - Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico, **Start-ups, acquisitions prédatrices et seuils de contrôle des fusions - Note de référence du secrétariat.** 10-12 junho 2020. Disponível em: [https://one.oecd.org/document/DAF/COMP\(2020\)5/fr/pdf](https://one.oecd.org/document/DAF/COMP(2020)5/fr/pdf) . Acesso em: 17 agosto 2025.

OCDE - Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico. **The intersection between competition and data privacy.** OECD Roundtables on Competition Policy Papers, No. 310. 2024. Disponível em: <https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/publications/>

reports/2024/06/the-intersection-between-competition-and-data-privacy_b5ac1ae6/0dd065a3-en.pdf . Acesso em: 19 setembro 2025.

PFEIFFER, Roberto Augusto Castellanos. Defesa da Concorrência e Bem-Estar do

Consumidor. Tese (Doutorado em Direito) - Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010. Disponível em: https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2133/tde-26092011-104134/publico/versao_completa_Roberto_Pfeiffer.pdf. Acesso em: 17 agosto 2025.

PRESS, Gil. **12 Big Data Definitions:What's Yours?** Forbes. 03 setembro 2014. Disponível em: <https://www.forbes.com/sites/gilpress/2014/09/03/12-big-data-definitions-whats-yours/?sh=5060394c13ae>. Acesso em: 05 agosto 2025.

PROENÇA, José Marcelo Martins. Concentração empresarial e o direito da concorrência. São Paulo: Saraiva, 2001.

PRÜFER, Jens; SCHOTTMÜLLER, Christoph. **Competing with Big Data.** Tilburg Law School Legal Studies Research Paper Series, n. 06, 16 fevereiro 2017. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2918726 . Acesso em: 17 agosto 2025.

RESENDE, Guilherme Mendes; FERNANDES, Victor Oliveira; BARCELOS, Isabella Oliveira Guimarães. **Fusões Conglomerais: Teorias do Dano e Jurisprudência do CAD entre 2012 e 2022.** In: PEREZ, Adriana Hernandez; FRAGA, Vivian. Fusões Verticais e Conglomerais Sob a Lente Antitruste. São Paulo: Editora Singular: IBRAC, 2023. p. 185-208.

SILVA, Bruno Almeida. Antitruste, Big Data e Privacidade: O Caso Facebook na Alemanha e Possíveis Contribuições ao Direito Concorrencial Brasileiro. Tese de Dissertação (Graduação em Direito)

- Universidade de Brasília, 2021. Disponível em: https://bdm.unb.br/bitstream/10483/34351/1/2021_BrunoAlmeidaSilva_tcc%20%281%29.pdf. Acesso em: 17 agosto 2025.

UNIÃO EUROPEIA. Comissão Europeia. **Case No COMP/M.7217 - FACEBOOK/WHATSAPP. REGULATION (EC) No 139/2004 MERGER PROCEDURE**, julgado em 03 de outubro de 2014. Disponível em: https://ec.europa.eu/competition/mergers/cases/decisions/m7217_20141003_20310_3962132_EN.pdf. Acesso em: 05 agosto 2025.

UNIÃO EUROPEIA. Comissão Europeia. Mergers: **Facebook fined for providing misleading information**. 18 maio 2017. Disponível em: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_17_1369. Acesso em: 05 agosto 2025.

UNIÃO EUROPEIA. Comissão Europeia. **Commission finds Apple and Meta in breach of the Digital Markets Act**. 22 abril 2025. Disponível em: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_25_1085. Acesso em: 01 maio 2025.

UNIÃO EUROPEIA. Comissão Europeia. **Commission alleges Facebook gave incorrect information**. 19 dezembro 2016. Disponível em: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_16_4473. Acesso em: 05 agosto 2025.

União Europeia. **Regulamento (UE) 2016/679 do Parlamento Europeu e do Conselho** de 27 de abril de 2016 relativo à proteção das pessoas singulares no que diz respeito ao tratamento de dados pessoais e à livre circulação desses dados e que revoga a Diretiva 95/46/CE (Regulamento Geral sobre a Proteção de Dados). 04 de maio de 2016. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2016/679/oj>. Acesso em: 05 agosto 2025.

Whatsapp começa a compartilhar dados com Facebook; entenda o que muda: Aplicativo vai pedir autorização para informar o número

de telefone ao Facebook. Techtudo, 25 agosto 2016. Disponível em: <https://www.techtudo.com.br/noticias/2016/08/whatsapp-comeca-compartilhar-dados-com-facebook-entenda-o-que-muda.ghtml>. Acesso em: 05 agosto 2025.

PRINCÍPIOS DA TERRITORIALIDADE E AUTONOMIA DAS PARTES NA REGULAÇÃO DE CONTRATOS DE “FASHION LAW”: UMA PERSPECTIVA PRINCIPIOLÓGICA SOBRE A ATUAÇÃO DAS MARCAS DE ALTA-COSTURA

PRINCIPLES OF TERRITORIALITY AND PARTY AUTONOMY IN THE REGULATION OF “FASHION LAW” CONTRACTS: A PRINCIPLES-BASED PERSPECTIVE ON THE ACTIONS OF HAUTE COUTURE BRANDS

Sofia Cristina Sanchez Buchala (Universidade de São Paulo – USP)¹⁴³

RESUMO

O universo do direito da moda (“Fashion Law”) tem se expandido significativamente nos últimos anos, acompanhando a globalização do mercado da moda e a consolidação de marcas de luxo como atores econômicos de relevância internacional. No contexto das casas¹⁴⁴ de alta-costura, contratos não são apenas instrumentos jurídicos: são ferramentas estratégicas para consolidar imagem de marca, controlar exclusividade de produtos e expandir mercados sem perder o prestígio e reputação associados ao luxo.

Entretanto, esse panorama enfrenta um desafio central: a tensão entre o princípio da territorialidade das marcas, que restringe a proteção jurídica a determinadas jurisdições dentro das centenas de cadeias contratuais, desde a extração de matérias primas, confecção, até a distribuição dos produtos, e a autonomia das partes, que permite às *maisons* de luxo estruturar contratos globais segundo seus interesses

¹⁴³ Estudante de Direito na USP (conclusão prevista para 2026) e estagiária na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), atuando em supervisão de mercado, análise de documentos societários e elaboração de relatórios técnicos. Intercambista no Center for Transnational Legal Studies (CTLS), em parceria com Georgetown University, no primeiro semestre de 2026.

¹⁴⁴ Pouillard, Véronique. “The Early Internationalization of Haute Couture.” *Paris to New York: The Transatlantic Fashion Industry in the Twentieth Century*, Harvard University Press, 2021, pg. 11–42. JSTOR. Disponível em: <https://doi.org/10.2307/j.ctv1j9mk0n.4>. Acesso em 26 de Agosto de 2025.

comerciais. Essa tensão se evidencia em casos de licenciamento internacional (marcas), distribuição exclusiva, colaborações com designers (*collabs*) ou influenciadores e vendas digitais que cruzam fronteiras.

O presente artigo propõe uma análise crítica dessa interface, buscando compreender como o direito contratual e a proteção marcária interagem para moldar as estratégias comerciais das marcas de alta-costura. Adota-se uma perspectiva que privilegia a dimensão comercialista, considerando o contrato como instrumento de maximização de valor e mitigação de riscos, sem perder de vista as limitações impostas pela territorialidade da proteção marcária.

Palavras-chave: Direito da moda; Marca; Territorialidade; Autonomia das partes; Princípios contratuais; Licenciamento internacional; Propriedade Intelectual; Contratos; Cláusulas contratuais.

ABSTRACT

The fashion law universe has expanded significantly in recent years, following the globalization of the fashion market and the consolidation of luxury brands as internationally relevant economic actors. In the context of haute couture houses, contracts are not merely legal instruments: they are strategic tools to consolidate brand image, control product exclusivity, and expand markets without losing the prestige and reputation associated with luxury.

However, this scenario faces a central challenge: the tension between the principle of trademark territoriality, which restricts legal protection to certain jurisdictions across the extensive supply chains from raw material extraction, manufacturing, to product distribution, and the autonomy of the parties, which allows luxury maisons to structure global contracts according to their commercial interests. This tension is evident in cases of international licensing, exclusive distribution, collaborations with designers or influencers, and cross-border digital sales.

This article proposes a critical analysis of this interface, aiming to understand how contractual law and trademark protection interact to shape the commercial strategies of haute couture brands. A commercial perspective is adopted, considering contracts as instruments for value maximization and risk mitigation, without losing sight of the limitations imposed by trademark territoriality.

Keywords: Fashion Law; Trademark; Territoriality; Parties' Autonomy; Contractual Principles; International Licensing; Intellectual Property; Contracts; Contractual Clauses.

Sumário: **1.** Princípio da territorialidade das marcas e sua aplicação no mercado de luxo. **2.** Autonomia das partes nos contratos de distribuição. **3.** A arbitragem internacional, autocomposição e o paradoxo jurídico-comercial na Era Global. **3.1.** Cláusulas escalonadas ou combinadas (*multi-tiered step clauses*). **4.** Conclusão.

1. PRINCÍPIO DA TERRITORIALIDADE DAS MARCAS E SUA APLICAÇÃO NO MERCADO DE LUXO

O princípio da territorialidade, consolidado no âmbito do Direito Internacional Privado, estabelece que os direitos de propriedade industrial, em especial as marcas, são reconhecidos e protegidos apenas no território em que foram registrados. Trata-se de uma ideia estruturante do direito marcário¹⁴⁵, que tem suas origens nas grandes escolas formativas europeias. A escola italiana introduziu a diferenciação entre territorialidade e extraterritorialidade; a escola francesa, por sua vez, associou o princípio da territorialidade ao da autonomia da vontade, reconhecendo que, em matéria contratual, as partes podem eleger a lei aplicável; já a doutrina holandesa agregou ao conceito a noção de soberania, vinculando a eficácia das normas jurídicas à autoridade do Estado. Mais tarde, Friedrich Carl von

¹⁴⁵ SALOMÃO FILHO, Calixto. *Direito industrial, direito concorrencial e interesse público*. Revista de Direito Público da Economia, Belo Horizonte, v. 2, n. 7, jul. 2004.

Savigny¹⁴⁶ reforçou a ideia de que o Direito Internacional Privado deveria buscar a “localização” da relação jurídica, conciliando a territorialidade com a autonomia privada no campo contratual.

Esse arcabouço teórico sustenta até hoje o regime marcário internacional: a proteção de uma marca está restrita à jurisdição onde foi registrada, salvo quando tratados multilaterais (como a Convenção da União de Paris, de 1883, e o Acordo TRIPS, de 1994)¹⁴⁷ garantem um tratamento mínimo uniforme. No Brasil, essa lógica é reproduzida pela Lei de Propriedade Industrial (Lei nº 9.279/1996)¹⁴⁸, que protege marcas exclusivamente no território nacional. No entanto, a prática comercial globalizada do setor de luxo desafia esse paradigma, uma vez que as *maisons*¹⁴⁹ operam em múltiplas jurisdições e em cadeias de suprimentos e distribuição que cruzam fronteiras.

O resultado é um cenário paradoxal: embora a territorialidade ainda seja a base da proteção marcária, grandes marcas de luxo se veem obrigadas a adotar estratégias proativas de registro em escala global, a fim de evitar o chamado *gray market*. Este, por sua vez, consiste na comercialização de produtos originais por canais de distribuição não autorizados, frequentemente alimentados por falhas no controle territorial das marcas. Essa prática pode ocorrer tanto dentro de um mesmo país quanto entre diferentes mercados, ou melhor, territórios, gerando conflitos jurídicos e estratégicos, em especial de aplicação da lei, para as marcas de luxo. Um exemplo ilustrativo é o de uma filial francesa de uma *maison* internacional que investe maciçamente em marketing local e suporte aos clientes, mas vê seus esforços minados

146 SAVIGNY, Friedrich Carl von. *Sistema do Direito Romano Atual*. Trad. Ricardo Rodrigues Gama. Campinas: Bookseller, 2005.

147 Convenção da União de Paris para a Proteção da Propriedade Industrial, 1883; Acordo TRIPS, 1994 (arts. 15 a 21).

148 BRASIL. Lei nº 9.279, de 14 de maio de 1996. Regula direitos e obrigações relativos à propriedade industrial.

149 Termo criado por Charles Frederick Worth, costureiro da alta-sociedade francesa no século XIX, para descrever marcas Alta Costura. A Alta Costura é uma marca registrada de uso exclusivo do grupo de Maisons, reconhecida pelo Chambre Syndicale de la Couture Parisienne. Como exemplos, tem-se Dior, Chanel e Givenchy (Disponível em: <https://www.fhcm.paris/fr/notre-histoire>).

pela entrada de produtos idênticos e originais, advindos do mesmo fabricante, licenciados em outros países e realocados sem autorização, mas competindo no mesmo mercado, com tributação bem menor. O impacto jurídico desse fenômeno é evidente: surge a necessidade de ação de medidas de *enforcement* local, ajuizar ações de infração de marca, e avaliar custos e riscos reputacionais. No entanto, o direito vigente limita essas reações à jurisdição onde o registro foi efetuado, criando um mosaico de litígios fragmentados e frequentemente contraditórios.

Plataformas de *e-commerce* intensificaram esse problema: ao permitirem que consumidores comprem mercadorias de qualquer parte do mundo em poucos cliques, questionam a eficácia prática da territorialidade e desafiam inclusive a lógica tributária tradicional de produtos de luxo. Mesmo não sendo um contrato empresarial *per se*, os contratos de consumidores acabam, no entanto, relacionando-se diretamente à cadeia de contratos distribucionais/empresariais que desafiam os princípios em análise¹⁵⁰.

A ocorrência de *gray markets* e a observância da intensificação do princípio da territorialidade perante o crescimento do mercado da moda como um todo apenas cria um paradoxo jurídico na proteção dos produtos e cadeias contratuais, em especial, de distribuição: basta o fortalecimento dos institutos protetivos¹⁵¹ como propriedade intelectual e marca? Não havendo um contrato pré-estabelecido, uma vez sendo uma zona cinzenta do mercado, como podem incidir a arbitragem internacional¹⁵² e meios de solução alternativos de controvérsia na resolução do caso? Ou melhor, podem/devem incidir tais meios nesse caso?

150 FORGIONI, Paula A. Contratos empresariais: teoria geral e aplicação. 4. ed., rev., atual. e ampl. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2019.

151 Troy, Nancy J. "Copyright as Monopoly." *Art Journal*, vol. 76, no. 1, 2017, pg. 150-57. JSTOR. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/45142456>.

152 Segundo Jan Paulsson, arbitragem é uma alternativa à jurisdição tradicional das cortes, mas a arbitragem internacional é um monopólio. No ambiente transnacional, a arbitragem internacional é o único jogo. É um monopólio de fato. PAULSSON, Jan. *International arbitration is not arbitration. Stockholm International Arbitration Review*, v. 2008, n. 2, p. 1-20, 2008.

O conceito clássico de territorialidade¹⁵³, em seu sentido ontológico (materialidade)¹⁵⁴, concebido no século XIX para proteger marcas em mercados físicos delimitados por fronteiras estatais, mostra-se, assim, insuficiente para dar conta da circulação transnacional e virtual de produtos de luxo. A jurisprudência internacional revela essa dificuldade: tribunais distintos oferecem interpretações diversas sobre a validade de registros, a aplicabilidade de contratos internacionais e a possibilidade de coibir revendedores não autorizados. Em resposta, muitas *maisons* têm recorrido a cláusulas contratuais mais robustas, arbitragem internacional (que se difere da arbitragem doméstica)¹⁵⁵ e monitoramento digital para tentar conciliar a proteção jurídica fragmentada com suas estratégias comerciais globais.

Por um lado, a territorialidade assegura a soberania dos Estados e a previsibilidade jurídica, juntamente à proliferação da imagem da marca consolidada perante seu público alvo específico; por outro outro, mostra-se insuficiente diante de uma economia globalizada e digitalizada, exigindo do intérprete jurídico uma releitura crítica que considere os limites práticos da exclusividade marcária e as novas formas de circulação de mercadorias, enfraquecendo o poder atrelado à tríade das marcas de “luxo”: qualidade, exclusividade e preço. Mas até onde os princípios contratuais e a maximização econômica podem coexistir em equilíbrio para o funcionamento do instrumento contratual em prol de ambas as partes negociantes e, também, em prol do consumidor, fora da cadeia contratual empresarial?

Cada contrato internacional deve contemplar cláusulas específicas que delimitem claramente os territórios de comercialização, mecanismos de fiscalização e penalidades em caso de infração,

153 “[...] designa a qualidade que o território ganha de acordo com sua utilização ou apreensão pelo ser humano” (SPOSITO, 2009, p. 11). “A territorialidade pode ser definida como um conjunto de relações que se originam num sistema tridimensional sociedade-espaco-tempo” (RAFFESTIN, 1993, p. 160).

154 FERREIRA, Denison da Silva. Território, territorialidade e seus múltiplos enfoques na ciência geográfica. *Campo-Território: Revista de Geografia Agrária*, v. 9, n. 17, p. 111-135, abr. 2014.

155 PAULSSON, Jan. *International arbitration is not arbitration*. *Stockholm International Arbitration Review*, v. 2008, n. 2, p. 1-20, 2008.

reforçando a função preventiva do direito contratual no âmbito do *fashion law* e, novamente, destacando o princípio de autonomia das partes frente ao princípio da territorialidade.

Retomando o fenômeno do *gray market*, evidencia-se que a simples titularidade de uma marca não garante a proteção plena dos produtos. Quando mercadorias licenciadas legalmente em um território são redirecionadas para outro sem autorização, surge um conflito entre os direitos do titular da marca e os direitos do comprador ou revendedor no mercado de destino. Isso cria um quadro jurídico complexo na cadeia contratual (quase como se fosse um apêndice desta cadeia), em que o titular da marca deve avaliar continuamente a viabilidade de ações judiciais locais, o custo de *enforcement* e os possíveis efeitos reputacionais e comerciais. Tribunais em diferentes países podem adotar interpretações divergentes sobre a validade de registros, a aplicabilidade de contratos internacionais e a possibilidade de *enforcement* contra revendedores não autorizados. Havendo interpretações tão diversas, opta-se por uma das jurisdições competentes, avaliando-se fatores analisáveis para a decisão de foro: Efeitos práticos, tempo processual, tempo de homologação da decisão¹⁵⁶, cumprimento de sentença (onde consigo produzir efeitos práticos) e custas processuais.

156 Quanto tempo demora para homologar a decisão obtida em país estrangeiro. No Brasil, a autoridade responsável pela homologação de decisões estrangeiras é o STJ, o qual se restringe a uma investigação puramente formal ou extrínseca sobre a forma do processo seguido no exterior. A corte “exerce juízo meramente delibatório, o que significa dizer que o STJ apenas verifica se a pretensão atende aos requisitos legais e regimentais aplicáveis (lei da arbitragem, CPC, LINDB e RISTJ) e se não ofende a ordem pública nacional, sendo-lhe defeso [vedado] adentrar o mérito das questões decididas. No mesmo sentido, colhe-se de outra ementa definição fácil de ser compreendida: “A homologação de decisão estrangeira, mesmo quando contestada, é causa meramente formal, cabendo ao STJ tão somente o exercício do juízo de deliberação, não podendo, portanto, adentrar no mérito da disputa original.” STJ; Sentença Estrangeira Contestada n. 15.750, relatora Ministra Nancy Andrighi, Corte Especial, julgado em: 21 nov. 2018, publicado em: 27 nov. 2018.

2. AUTONOMIA DAS PARTES NOS CONTRATOS DE DISTRIBUIÇÃO

A autonomia das partes é um princípio basilar do direito contratual internacional, permitindo que as *maisons* definam livremente as condições de licenciamento, distribuição, royalties, exclusividade territorial e demais aspectos essenciais para a manutenção do prestígio da marca¹⁵⁷. No contexto do setor de moda, essa liberdade contratual assume papel central na proteção da identidade da marca, sendo instrumento de governança estratégica que concilia interesses comerciais e jurídicos e, também, preserva a imagem da marca frente ao consumidor.

Ao estruturar contratos internacionais, a marca exerce a liberdade de determinar a lei aplicável e o foro competente, buscando harmonizar as operações globais com a proteção jurídica da marca. Essa liberdade, contudo, não é absoluta: deve respeitar limitações legais e normas de ordem pública nos territórios envolvidos, especialmente em mercados com legislação rigorosa sobre concorrência e proteção ao consumidor. Um contrato de licenciamento de uma *maison* francesa, por exemplo, poderá prever exclusividade em determinadas regiões da Ásia, mas essa cláusula deverá observar a legislação local para que não seja considerada nula ou abusiva.

Além disso, a autonomia das partes se manifesta na elaboração de cláusulas detalhadas de controle de qualidade, confidencialidade e proteção de *know-how*, instrumentos essenciais para salvaguardar técnicas de produção, design exclusivo e estratégias de marketing. O controle rigoroso desses aspectos permite que a *maison* preserve a integridade da marca evitando que produtos licenciados apresentem desvios que possam prejudicar a percepção de luxo junto ao consumidor final.

Entretanto, com o enfraquecimento do princípio da territorialidade frente aos desafios comerciais trazidos pela globalização e digitalização, a autonomia das partes - em conjunto

¹⁵⁷ Princípio da autonomia das partes no direito contratual internacional: *Schlechtriem, Internationales Vertragsrecht*, 2019.

com a necessidade de previsibilidade e prevenção por meio de cláusulas contratuais - tornou-se objeto principiológico de exímia importância e peso, criando-se uma clara tensão, mais evidente em contratos envolvendo *e-commerce*. Plataformas digitais permitem que produtos sejam adquiridos por consumidores em territórios onde a empresa não detém registro de marca, expondo a empresa a riscos de violação de direitos e concorrência paralela. Nesse contexto, a autonomia contratual se torna uma ferramenta estratégica: cláusulas contratuais bem redigidas podem prever restrições geográficas de venda, monitoramento digital, auditorias periódicas e penalidades em caso de desvio de produtos.

Embora contratos-padrão (*boilerplate contracts*) possam reduzir, em certa medida, os custos de transação para fornecedores e consumidores, há uma preocupação de que estes últimos frequentemente sejam levados a acreditar que os benefícios dessas transações — por exemplo, preços mais baixos — superam seus custos. Não é uma questão de falta de informação, mas uma sobrecarga desta, fazendo com que seja defendido cada vez mais a regulação judicial obrigatória desses contratos.¹⁵⁸

Outro elemento central das cadeias contratuais na alta-costura é o contrato de licenciamento de marca, frequentemente utilizado pelas *maisons* para expandir presença em mercados distantes sem comprometer a exclusividade de suas boutiques próprias. Esse estabelece direitos e obrigações de ambas as partes, incluindo a definição de *royalties*, condições de marketing, padrões de atendimento e limites de atuação comercial. Um licenciado que não cumpre com esses padrões compromete não apenas o valor financeiro da marca, mas também sua reputação, evidenciando a necessidade de cláusulas punitivas e mecanismos de *enforcement* claros.

Em meio às situações de conflito entre a liberdade e autonomia contratual e a proteção territorial, a arbitragem internacional surge

158 Trakman, Leon E. "THE BOUNDARIES OF CONTRACT LAW IN CYBERSPACE." *Public Contract Law Journal*, vol. 38, no. 1, 2008, pg. 187-236. JSTOR. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/25755703>. Acesso em 26 de Agosto de 2025.

como o mecanismo eficiente de solução de controvérsias, tanto para contratos de licenciamento, como de distribuição dos produtos, abraçando a cadeia contratual como um todo. Ao prever a arbitragem, as partes garantem a execução de cláusulas contratuais em um fórum neutro, minimizando riscos decorrentes de decisões divergentes em tribunais locais. Essa prática é amplamente adotada por *maisons* que operam em múltiplos mercados e desejam harmonizar a aplicação de contratos globais com a proteção jurídica de suas marcas.

A autonomia das partes também permite que as *maisons* adaptem contratos a novas tecnologias e tendências do mercado, como vendas digitais, coleções virtuais e parcerias com influenciadores. Essas inovações exigem contratos flexíveis, capazes de lidar com fluxos transfronteiriços e formas de comercialização ainda não totalmente regulamentadas, garantindo que a *maison* mantenha controle sobre a marca mesmo em ambientes digitais e internacionais.

É relevante destacar que a autonomia contratual, quando corretamente utilizada, transforma-se em um instrumento de governança estratégica da marca, equilibrando interesses comerciais e jurídicos. Ao harmonizar liberdade contratual e mecanismos de proteção territorial, as *maisons* conseguem mitigar riscos, maximizar valor de marca e manter o prestígio associado ao luxo, mesmo diante de desafios complexos impostos pelo *gray market*, e-commerce e globalização do consumo.

3. A ARBITRAGEM INTERNACIONAL, AUTOCOMPOSIÇÃO E O PARADOXO JURÍDICO-COMERCIAL NA ERA GLOBAL

A ausência de contratos regulatórios específicos pré-estabelecidos para registros de marca no mundo globalizado e digital atual evidencia uma lacuna estrutural **quase** insuperável. Diferentemente de setores como o financeiro ou o de energia, em que regimes multilaterais estabelecem padrões de supervisão, o campo marcário permanece fortemente atrelado ao paradigma estatal e às

mudanças logísticas comerciais e consumeristas, inevitáveis. O Acordo TRIPS¹⁵⁹ e os tratados da OMPI¹⁶⁰ trouxeram avanços, mas ainda não criaram um regime unificado de registros com eficácia transnacional; trata-se de uma utopia jurídica: a uniformização de um ordenamento marcário mundial. Tal lacuna produz consequências práticas, como já apontado: a proliferação de disputas sobre titularidade e uso de marcas em múltiplas jurisdições, o aumento de litígios envolvendo importações paralelas e a dificuldade de assegurar coerência entre estratégias comerciais globais e os direitos jurídicos efetivamente disponíveis.

É nesse ponto que a arbitragem internacional, mediação e conciliação surge como mecanismo de gestão do paradoxo. Se a arbitragem internacional não é simplesmente “arbitragem”, mas um monopólio necessário de neutralidade para as trocas comerciais globais, pode-se compreender seu papel no campo marcário como forma de compensar a fragmentação territorial dos registros. Disputas envolvendo uso indevido de marcas, licenciamento paralelo ou esvaziamento de cláusulas contratuais de exclusividade frequentemente encontram na arbitragem uma alternativa mais célere e eficaz do que o recurso a múltiplos sistemas judiciais. Ademais, como destacam DeZalay e Garth¹⁶¹, a arbitragem não é apenas uma técnica de resolução de conflitos, mas parte de um campo jurídico transnacional em que diferentes atores — escritórios globais, árbitros renomados, instituições arbitrais — competem para produzir legitimidade e moldar as regras do jogo. Entretanto, é defeso pensar que a arbitragem internacional fica quase à margem do direito; um

159 ORGANIZAÇÃO MUNDIAL DO COMÉRCIO (OMC). Acordo sobre Aspectos dos Direitos de Propriedade Intelectual Relacionados ao Comércio (TRIPS). Marrakech, 1994.

160 ORGANIZAÇÃO MUNDIAL DA PROPRIEDADE INTELECTUAL (OMPI). Acordo de Madrid relativo ao Registro Internacional de Marcas. Genebra, 1989 surgem conciliação.

161 DEZALAY, Yves; GARTH, Bryant. Merchants of Law as Moral Entrepreneurs: Constructing International Justice from the Competition for Transnational Business Disputes. *Law & Society Review*, v. 29, n. 1, p. 27-64, 1995. Disponível em: <https://doi.org/10.2307/3054053>

instituto privado que coopera com o ideal de inércia da jurisdição em uma sistemática de “autorregulação”.

Nesse campo, o conflito de princípios torna-se evidente. O princípio da territorialidade, que fundamenta o direito marcário, colide com princípios da autonomia da vontade e da livre circulação de mercadorias, centrais no comércio internacional. A ausência de contratos regulatórios para registros de marca deixa um vácuo que os próprios agentes privados buscam preencher, seja por meio de cláusulas de resolução arbitral, cláusulas compromissórias, seja pela criação de *soft law* institucional. O que se observa, portanto, é a emergência de uma governança privada da propriedade intelectual, em que as casas de moda recorrem a arbitragens e mecanismos híbridos (como a UDRP¹⁶² no campo dos nomes de domínio) para articular proteção transnacional sem depender exclusivamente da intervenção estatal.

Esse processo se insere, ainda, em um movimento mais amplo de reconfiguração dos campos jurídicos nacionais diante da globalização. Como demonstram Trubek, Dezalay e Buchanan¹⁶³, a internacionalização dos campos jurídicos implica deslocar práticas e atores nacionais para arenas transnacionais, em que a lógica da concorrência pela legitimidade redefine a própria produção do direito. O resultado é que a defesa da marca — um ativo essencialmente intangível — deixa de ser apenas matéria de registro formal em um INPI ou EUIPO¹⁶⁴ e passa a integrar uma arquitetura transnacional de governança, em que contratos, arbitragens e estratégias corporativas convergem. É como se fosse uma zona neutra, privada, em que o

162 Uniform Domain-Name Dispute-Resolution Policy

163 TRUBEK, David M.; DEZALAY, Yves; BUCHANAN, Ruth; DAVIS, John R. Global Restructuring and the Law: Studies of the Internationalization of Legal Fields and the Creation of Transnational Arenas. *Case Western Reserve Law Review*, v. 44, n. 2, p. 407-498, 1994.

164 EUROPEAN UNION INTELLECTUAL PROPERTY OFFICE (EUIPO). About Us. Alicante, Espanha, 2025. Disponível em: <https://euiipo.europa.eu/>. Acesso em: 27 ago. 2025.

direito marcário cresce e fortalece-se perante as jurisdições nacionais, em um movimento consentâneo.

Quanto mais globalização e digitalização, mais difícil se torna aplicar princípios tradicionais contratuais de forma eficaz. Por um lado, a expansão digital amplia o alcance da marca e potencializa seu valor econômico. Por outro, fragiliza a capacidade de fortalecimento territorial e intensifica os conflitos relacionados a paralelismo de registros, falsificação digital (*counterfeiting*) e uso não autorizado em plataformas transnacionais. Assim, a solução para os problemas atuais não reside em abandonar a territorialidade ou a autonomia dos negociantes, mas em reconfigurá-las como ferramenta estratégica. Em vez de ser vista apenas como entrave burocrático, a territorialidade pode servir para mapear riscos, orientar a escolha de jurisdições estratégicas de proteção e, sobretudo, alimentar cláusulas contratuais que garantam coerência entre os registros formais e os arranjos comerciais. A arbitragem internacional, nesse contexto, funciona como mecanismo de convergência, capaz de equilibrar a tensão entre fragmentação regulatória e necessidade de previsibilidade global dentro de uma zona “neutralizada”.

O desafio que se coloca é, assim, de integração entre direito, economia e tecnologia. A territorialidade marcária não desaparecerá, mas precisa ser reinterpretada em chave funcional: como instrumento de gestão do valor da marca em um mercado globalizado. A arbitragem internacional, por sua vez, representa a ponte entre a rigidez do direito positivo e a fluidez das práticas comerciais. Ao assumir esse papel, ela evidencia não apenas a ausência de contratos regulatórios para registros, mas também a possibilidade de construir soluções inovadoras a partir da autonomia privada e da lógica de governança transnacional. É claro que, ao lidar com potenciais litígios fora dos contratos, como em um “gray market”, não se pode falar em uma arbitragem internacional para a resolução de litígios, uma vez que não há contrato; as cláusulas compromissórias só obrigam as partes contratantes (fabricante e distribuidor autorizado). Para terceiros (revendedores paralelos), a marca muitas vezes recorre à jurisdição

estatal, tentando enquadrar como violação marcária ou mesmo concorrência desleal (uso parasitário da reputação da marca). Assim, é inevitável usar-se de tribunais estatais nessas ações pontuais, reputacionalmente de forma bem calculada contra os especuladores reincidentes.

Mas nos contratos de licenciamento e distribuição autorizados, inserir cláusulas compromissórias é assegurar que eventuais litígios não fiquem sujeitos à parcialidade de tribunais domésticos, mas sim a um foro neutro, reconhecido globalmente e com maior previsibilidade de enforcement pela Convenção de Nova Iorque de 1958. Surge, então, o conflito principiológico central: até que ponto a autonomia da vontade é livre se, na prática, a arbitragem internacional tornou-se praticamente compulsória em operações transnacionais? O paradoxo reside no fato de que, ao mesmo tempo em que as partes “escolhem” a arbitragem, essa escolha é, em grande medida, forçada pelo sistema internacional: nenhum dos lados aceita submeter-se ao judiciário da outra parte, de modo que a arbitragem torna-se a única via viável: não há um substituto plausível para essa.

Logo, a neutralidade não é apenas resultado da vontade das partes, mas também imposição estrutural de um sistema que depende da arbitragem como instrumento de legitimação e continuidade do comércio transnacional. A arbitragem é também produto de um “campo internacional” em que atores competem por legitimidade e moldam as regras. Ela se realiza dentro de um contexto em que a neutralidade arbitral é, em grande medida, condição de possibilidade do próprio exercício dessa liberdade. No setor da moda, esse equilíbrio é particularmente sensível: sem arbitragem internacional, cláusulas de licenciamento, exclusividade e royalties perderiam eficácia frente à fragmentação regulatória; sem autonomia da vontade, as *maisons* perderiam sua capacidade de governança estratégica sobre a marca.

Em última análise, a autonomia das partes encontra seu limite na necessidade de neutralidade, e a neutralidade da arbitragem encontra sua legitimidade justamente na autonomia contratual. É defensável, nesse contexto, uma reconfiguração que admite

anteriormente às cláusulas compromissórias a introdução, também, de cláusulas escalonadas¹⁶⁵ que integralizam as disputas em outros níveis, possibilitando às partes alguns métodos autocompositivos que precedam a imposição estrutural que legitima o sistema arbitral.

3.1. CLÁUSULAS ESCALONADAS OU COMBINADAS (MULTI-TIRED STEP CLAUSES)

Como métodos de autocomposição, anterior à instauração da arbitragem, mostra-se essencial o estabelecimento de cláusulas escalonadas ou *multi-tired step clauses*, as quais combinam procedimentos a serem cumpridos pelas partes, dentro do âmbito da sua autonomia de vontade, quando do surgimento de uma disputa, em prol de uma resolução alternativa que pode envolver procedimentos não apenas referentes à conciliação ou à mediação, mas variados procedimentos necessários, a depender da complexidade da relação contratual.

As cláusulas escalonadas, no contexto de *fashion law*, acabam se mostrando como forma de alta manifestação da autonomia de vontade das partes, em especial os contatos de alta duração¹⁶⁶ como distribuição ou fornecimento de matéria-prima entre fornecedores e as grandes marcas.

Essa relação dialética que destaca a autonomia de vontade na instituição de cláusulas combinadas, sejam essas estabelecidas como etapa prévia ou incidental ao procedimento arbitral, constitui um núcleo principiológico que sustenta o funcionamento dos contratos internacionais de distribuição no setor de luxo e permite a harmonização entre direito, comércio e identidade de marca contribuindo com o amadurecimento acerca dos fatos em disputa e

165 FERREIRA, Daniel Brantes; GIOVANNINI, Cristiane Junqueira. As cláusulas multi-etapas e híbridas de solução de conflitos como solução para tempos de incertezas: algumas experiências do direito comparado. Revista Eletrônica de Direito do Centro Universitário Newton Paiva, Belo Horizonte, n. 42, pp. 366-376, set./dez. 2020, p. 368.

166 CAHALI, Francisco José. Curso de Arbitragem: Mediação, Conciliação e Tribunal Multiportas. 7. ed., São Paulo: Revista dos Tribunais, 2018, p. 184.

do contexto presente na disputa, auxiliando na superação de questões controversas e na manutenção das relações comerciais em prol de ambas partes.

A mediação em si, como método autocompositivo estruturado, pode anteceder a arbitragem na resolução de conflitos em *fashion law* no caso de relações continuadas que envolvam confiabilidade e confidencialidade em questões reputacionais sensíveis do direito marcário. Conflitos entre marcas e licenciados, distribuidores ou criadores, não raro exigem soluções que mantenham a cooperação e evitem a exposição pública que um processo judicial traria. Assim, cláusulas escalonadas que preveem a mediação como etapa prévia à arbitragem permitem conciliação sem ruptura, protegendo o valor simbólico da marca e as redes contratuais que a sustentam.

Ademais, a mediação em *fashion law* transcende a mera negociação privada: ela se insere em uma lógica de *soft law* e autorregulação setorial, na medida em que as partes, ao mediarem, produzem padrões de conduta que passam a orientar o mercado de luxo e o comportamento das maisons em disputas futuras. Ao reforçar a confiança mútua, a mediação preserva a identidade estética e estratégica da marca, reduzindo custos e tempo processual e permitindo uma gestão mais eficiente da reputação.

Portanto, ao lado da arbitragem, a mediação consolida-se como instrumento de governança privada transnacional no campo da moda, promovendo uma justiça adaptada à fluidez e à criatividade desse setor. Trata-se, em última análise, de um método que reconcilia o econômico com o simbólico, preservando o valor das marcas e o tecido relacional do mercado global de luxo.

4. CONCLUSÃO

A análise desenvolvida ao longo deste artigo permitiu constatar que o princípio da territorialidade continua sendo a pedra angular do direito marcário, mas já não basta para responder às dinâmicas

do mercado de luxo contemporâneo. Ainda que este estudo tenha se concentrado no setor de alta costura e nas marcas de luxo, nas *maisons*, é importante reconhecer, também, que os dilemas jurídicos aqui analisados não são exclusivos desse segmento. A tensão entre territorialidade, autonomia das partes, autonomia contratual e neutralidade arbitral manifesta-se também em outros campos intensamente globalizados, como o mercado de tecnologia, o entretenimento, a indústria farmacêutica, ou mesmo o mercado da moda sob a perspectiva de grandes marcas de *fast fashion*, nos quais a proteção de ativos intangíveis depende igualmente de estratégias contratuais transnacionais e de mecanismos de *enforcement* privados. O que distingue o setor da moda, especialmente o de luxo, é a dimensão simbólica e identitária da marca, que faz com que disputas jurídicas assumam contornos de proteção estética e reputacional, e não apenas patrimonial. Assim, o caso da alta costura serve como laboratório conceitual para compreender fenômenos mais amplos de reconfiguração do direito no capitalismo global. Todo o instituto de marca e propriedade intelectual se sustenta sob esse ideal reputacional identitário, mas este já não se mostra tão suficiente para sustentar o que veio a tornar-se pilar do direito marcário e do direito concorrencial como um todo, diante da transnacionalidade dos fluxos comerciais e da virtualidade das plataformas digitais.

As perguntas centrais — basta o fortalecimento da propriedade intelectual e do registro marcário para proteger a marca? — Encontram resposta negativa. Não é mais possível pensar em proteção jurídica dissociada de estratégias contratuais globais e de mecanismos de *enforcement* extrajurisdicionais, nem que seja por meios de mediação. A territorialidade, em vez de obstáculo, deve ser compreendida como instrumento de gestão de risco: sua função passa a ser mapear vulnerabilidades, identificar jurisdições estratégicas e fornecer lastro normativo para cláusulas contratuais de exclusividade e de controle de canais de distribuição. Concentra-se uma importância estratégica nas cláusulas contratuais e da arbitragem internacional, esvaziando

o papel da jurisdição estatal em relação a litígios entre partes do contrato.

A autonomia contratual, por sua vez, revelou-se não apenas princípio jurídico, mas ferramenta de governança estratégica. As *maisons* utilizam contratos de licenciamento, distribuição e colaboração como extensões do *branding*, capazes de controlar qualidade, definir padrões de marketing e assegurar coerência global da marca.

A questão levantada — até onde vai a autonomia das partes frente à territorialidade? — Encontra resposta na noção de que a liberdade contratual se realiza sempre em tensão com normas de ordem pública e concorrência. Contudo, justamente por essa limitação, a autonomia assume papel ainda mais relevante: ela permite que os agentes privados criem arranjos que transcendam a fragmentação estatal, projetando sobre a cadeia global de valor um regime de autorregulação contratual.

A questão mais delicada — até que ponto a autonomia da vontade é livre se a arbitragem internacional tornou-se praticamente compulsória? — revela o paradoxo principiológico. A liberdade de escolha é mitigada pelo fato de que nenhum agente aceita submeter-se ao foro da contraparte, tornando a arbitragem a opção mais viável. Assim, a neutralidade da arbitragem não decorre apenas da vontade das partes, mas de uma imposição estrutural do comércio global, que é desafiado atualmente, em muitas oportunidades, pela introdução de cláusulas escalonadas.

Dessa forma, a arbitragem internacional e os métodos de autocomposição, em especial aquele analisado pela ótica da mediação, não são apenas métodos alternativos, mas condição de possibilidade do exercício da autonomia contratual em nível transnacional. No setor de luxo, sem autonomia contratual, cláusulas de licenciamento ou exclusividade perderiam eficácia frente à fragmentação regulatória, comprometendo a estrutura formadora do negócio que é tão atraente para o consumidor-alvo.

O trabalho também destacou como o *grey market* e as plataformas de *e-commerce* expõem as falhas do regime territorial. Produtos originais, mas distribuídos por canais paralelos, corroem

tanto o valor econômico quanto o prestígio simbólico das marcas. O direito positivo, restrito às fronteiras estatais, mostra-se incapaz de oferecer soluções uniformes; o direito marcário não consegue e jamais será uniforme, não aceitando fronteiras. A resposta jurídica, portanto, não pode vir apenas da legislação estatal, mas da engenharia contratual e da arbitragem internacional. Cláusulas contratuais de monitoramento digital, restrições geográficas e penalidades em caso de desvio de produtos são instrumentos de prevenção; a arbitragem (internacional), por sua vez, é instrumento de *enforcement* global. Assim, o enfrentamento do *grey market* exige que a autonomia da vontade e a arbitragem internacional operem em sinergia, suprindo a lacuna deixada pela ausência de um regime regulatório multilateral de registros.

O núcleo de tensão identificado ao longo do trabalho — territorialidade x autonomia da vontade x neutralidade — não deve ser lido como contradição insolúvel, mas como dialética constitutiva do direito da moda contemporâneo e dos seus contratos formativos.

A territorialidade garante soberania e previsibilidade, mas deve ser reinterpretada como estratégia de risco. A autonomia contratual permite autorregulação e governança da marca, mas precisa de *enforcement* neutro, ou consenso. A arbitragem internacional fornece essa neutralidade, mas o faz de forma quase compulsória, relativizando a liberdade de escolha. Esse paradoxo não é sinal de fragilidade, mas de maturidade do campo: ele mostra que o *fashion law* está no centro de debates estruturais do comércio internacional, oferecendo lições relevantes para outros setores.

Em última análise, o que se depreende é que nenhum dos princípios, isoladamente, é capaz de oferecer proteção integral às marcas de luxo. A territorialidade, sozinha, é insuficiente; a autonomia contratual, isolada, carece de *enforcement*; a arbitragem, por si, não cria direitos, apenas os aplica. A solução está na integração entre direito, economia e tecnologia. A territorialidade deve ser utilizada como mapa estratégico de proteção; a autonomia da vontade, como ferramenta de autorregulação; a arbitragem internacional, como ponte

de neutralidade capaz de conferir previsibilidade e eficácia global primordial. Dessa integração emerge uma governança transnacional privada, em que contratos e arbitragens preenchem as lacunas deixadas pelos Estados e pelos tratados multilaterais. Esse modelo não substitui o direito estatal, mas o complementa, oferecendo às maisons um arsenal jurídico-comercial para proteger sua maior riqueza: o valor intangível de sua marca.

Assim, respondendo à questão central, o futuro do direito da moda não reside na superação da territorialidade ou da autonomia contratual, mas em sua reconfiguração dialética, mediada pela arbitragem internacional, para atender às exigências de um mercado cada vez mais global, digital e competitivo (concorrencial).

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

CHACÓN, Gloria Elizabeth. *Material Culture, Indigeneity, and Temporality: The Textile as Legal Subject*. *Textual Cultures*, v. 13, n. 2, p. 49–69, 2020. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/26966965>. Acesso em: 25 ago. 2025.

DEZALAY, Yves; GARTH, Bryant. *Merchants of Law as Moral Entrepreneurs: Constructing International Justice from the Competition for Transnational Business Disputes*. *Law & Society Review*, v. 29, n. 1, p. 27–64, 1995. Disponível em: <https://doi.org/10.2307/3054053>. Acesso em: 1 set. 2025.

DUHAN, Dale F.; SHEFFET, Mary Jane. *Gray Markets and the Legal Status of Parallel Importation*. *Journal of Marketing*, v. 52, n. 3, p. 75–83, 1988. Disponível em: <https://doi.org/10.2307/1251451>. Acesso em: 25 ago. 2025.

GALDINO, Carolina Mansinho. A indústria da moda como referência para a compreensão da lógica de mercado e da essencialidade da propriedade intelectual: uma discussão a partir do filme *O diabo veste Prada*. In: NEVES, Rodrigo Santos; GALDINO, Eunice; GALDINO, Júlio César de Souza (org.). *Propriedade intelectual na visão do cinema: volume 2*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2022. p. 159–170.

GUILHERME, Luiz Fernando do Vale de Almeida. *Manual de MESC's – Meios Extrajudiciais de Solução de Conflitos*. São Paulo: Editora Manole, 2016.

_____. *Manual de Arbitragem*. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2018.

JACKSON, L. J. *The Genuine Article: Some Fashion Designers Say Their Work Deserves Copyright Protection, While Others Argue That Legal Protection Would Harm the Industry*. *ABA Journal*, v. 97, n. 7, p. 48–54,

2011. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/23033984>. Acesso em: 25 ago. 2025.

LEAL, Rosemíro Pereira. *Teoria geral do processo: primeiros estudos*. Porto Alegre: Editora Síntese, 2001.

MARIOT, Gilberto. *Fashion Law: a moda nos tribunais*. São Paulo: Estação das Letras e Cores, 2016.

NAM, Nora Ho Tu; YONATHAN, Fessha. *Revisiting the Place and Use of Territorial Autonomy under International Law. International Journal on Minority and Group Rights*, v. 25, n. 4, p. 530–560, 2018. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/27072157>. Acesso em: 25 ago. 2025.

RAUSTIALA, Kal; SPRIGMAN, Christopher. *The Piracy Paradox: Innovation and Intellectual Property in Fashion Design*. *Virginia Law Review*, v. 92, n. 8, p. 1687–1777, 2006. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/4144970>. Acesso em: 25 ago. 2025.

REQUIÃO, Rubens. *Curso de Direito Comercial*. v. 1. 19. ed. São Paulo: Saraiva, 1989. p. 224.

SALOMÃO, Rodrigo Cunha Mello. *Aspectos polêmicos das cláusulas escalonadas*. Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/depeso/271268/aspectos-polemicos-das-clausulas-escalonadas>. Acesso em: 21 out. 2025.

TRAKMAN, Leon E. *The Boundaries of Contract Law in Cyberspace. Public Contract Law Journal*, v. 38, n. 1, p. 187–236, 2008. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/25755703>. Acesso em: 26 ago. 2025.

VICTOR, A. Paul. *Preventing Importation of Products in Violation of Property Rights. Antitrust Law Journal*, v. 53, n. 3, p. 783–802, 1984. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/40842902>. Acesso em: 25 ago. 2025.

VILHENA, M. C. M. G. *A proteção do conhecimento tradicional no Brasil e na Índia*. 2019. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2019.

WIPO. *Conhecimentos tradicionais e propriedade intelectual*. Nota informativa n. 1, 2023. Disponível em: <https://www.wipo.int/edocs/pubdocs/pt/wipo-pub-rn2023-5-1-pt-traditional-knowledge-and-intellectual-property.pdf>. Acesso em: 25 ago. 2025.

CUSTOS REPUTACIONAIS NA RECUPERAÇÃO JUDICIAL DO AGRONEGÓCIO: REFLEXÕES À LUZ DA ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO

REPUTATIONAL COSTS IN AGRIBUSINESS JUDICIAL REORGANIZATION: REFLECTIONS IN LIGHT OF THE ECONOMIC ANALYSIS OF LAW

Michaela Nicole Santos Silva (Universidade Federal da Bahia – UFBA)¹⁶⁷

Vitória Carolina de Moraes Almeida (Faculdade Baiana de Direito)¹⁶⁸

RESUMO

Nos últimos anos, o agronegócio brasileiro tem enfrentado desafios econômicos e estruturais que impulsionaram um aumento expressivo nos pedidos de recuperação judicial por parte de produtores rurais. Diante das oscilações do mercado, das variações climáticas e da elevação dos custos de produção, muitos agentes do setor veem na recuperação judicial uma medida necessária para manter suas atividades e evitar a falência. Contudo, embora a recuperação judicial cumpra uma função essencial de reorganização econômica e preservação da atividade empresarial, seus efeitos não se restringem aos aspectos jurídicos e financeiros imediatos. Há um custo invisível, porém significativo: o custo reputacional. No setor do agronegócio, esse custo assume contornos ainda mais delicados, dada a forte dependência de crédito privado, confiança comercial e relações contínuas com fornecedores, *tradings* e cooperativas.

¹⁶⁷ Graduada em Direito pela Faculdade Baiana de Direito. Advogada no Lia Frank Advogados. Pós-graduada em Direito Ambiental e Direito do Agronegócio pela Pontifícia Universidade Católica do Paraná. Aluna Especial do Programa de Pós-Graduação em Direito da Universidade Federal da Bahia.

¹⁶⁸ Graduada em Direito pela Faculdade Baiana de Direito. Advogada no L.O. Baptista Advogados. Diretora da Associação Brasileira de Estudantes de Arbitragem - ABEB. Coordenadora do Grupo de Competições de Arbitragem da Faculdade Baiana de Direito.

Palavras chaves: Recuperação judicial; Agronegócio; Custos reputacionais; Produtor rural; Crédito rural; Análise econômica do direito; Lei 11.101/2005.

ABSTRACT

In recent years, the Brazilian agribusiness sector has faced economic and structural challenges that have led to a significant increase in judicial reorganization filings by rural producers. Considering market fluctuations, climate variability, and rising production costs, many actors in the sector view judicial reorganization as a necessary measure to maintain their operations and avoid bankruptcy. However, while judicial reorganization serves the essential purpose of economic restructuring and business preservation, its effects are not limited to immediate legal and financial aspects. There is an invisible yet significant cost: reputational cost. In the agribusiness sector, this cost takes on particularly sensitive contours, given the heavy reliance on private credit, commercial trust, and ongoing relationships with suppliers, trading companies, and cooperatives.

Keywords: Judicial reorganization; Agribusiness; Reputational costs; Farmer; Rural credit; Economic Analysis of Law; Law 11.101/2005.

Sumário: **1.** Introdução. **2.** A recuperação judicial no agronegócio: pressupostos e cenário atual. **2.1.** Panorama legislativo e peculiaridades. **2.2.** Expansão do uso da recuperação judicial. **2.2.1.** O ambiente de crédito privado no agronegócio. **2.2.2.** Fatores que influenciam a utilização do instituto da recuperação judicial. **3.** Análise econômica e os custos reputacionais. **3.1.** A análise econômica do direito aplicada à recuperação judicial. **3.2.** Impactos reputacionais para sociedades empresárias do agronegócio. **3.3.** Racionalidade econômica *versus* perda de credibilidade no mercado. **3.4.** Caminhos alternativos à recuperação judicial: soluções negociais e instrumentos de mitigação de risco. **4.** Conclusão.

1. INTRODUÇÃO

A recuperação judicial é um dos principais instrumentos jurídicos disponíveis para sociedades empresárias em crise que desejam resolver situações de insolvência. No Brasil, sua regulamentação está prevista na Lei nº 11.101/2005, recentemente reformada pela Lei nº 14.112/2020, que trouxe significativos avanços, inclusive quanto à possibilidade expressa de utilização do instituto por produtores rurais.

Apesar de seu objetivo central — viabilizar a superação da crise econômico-financeira e preservar a função social da empresa —, a recuperação judicial ainda gera dúvidas quanto aos seus efeitos colaterais, especialmente em setores onde a confiança e a reputação têm papel determinante na manutenção das relações comerciais, como é o caso do agronegócio.

O agronegócio brasileiro se caracteriza por cadeias produtivas interdependentes, elevada utilização de crédito privado e relações comerciais baseadas, muitas vezes, na confiança construída ao longo dos anos. Nesse cenário, a reputação do produtor rural assume relevância estratégica para o acesso a crédito e insumos.

A formalização de um pedido de recuperação judicial, ainda que legítima e juridicamente respaldada, pode afetar negativamente essa reputação. Sejam fornecedores, instituições financeiras ou *tradings*, qualquer investidor tende a reagir com desconfiança ao produtor em recuperação, restringindo ou encarecendo o crédito, alterando prazos e migrando para operações mais conservadoras.

Um exemplo desse movimento é o crescimento das operações de Barter — trocas de insumos por parte da safra futura — como mecanismo alternativo à concessão direta de crédito. Ocorre, no entanto, que produtores em recuperação judicial enfrentam dificuldades até mesmo para acessar esse tipo de financiamento.

Diante disso, a presente pesquisa tem por objetivo analisar os custos reputacionais associados à recuperação judicial no setor do agronegócio, à luz da Análise Econômica do Direito, especialmente

sob a ótica da Teoria dos Custos de Transação e da nova economia institucional.

A reputação, nesse contexto, é entendida como um ativo intangível que influencia a estrutura e os custos das transações econômicas. Conforme evidenciado na literatura de Zylbersztajn e Williamson, relações comerciais sustentadas por uma reputação positiva tendem a demandar menos salvaguardas contratuais e menores custos de monitoramento.

A quebra dessa reputação, por sua vez, pode gerar não apenas aumento nos custos de transação, mas também um efeito cascata na exclusão do produtor das relações de confiança que viabilizam sua permanência no mercado.

Parte-se da hipótese de que a recuperação judicial, embora juridicamente funcional, pode representar um ponto de inflexão negativo na reputação do produtor rural, com efeitos concretos sobre sua capacidade de financiamento, sua credibilidade com fornecedores e sua inserção nas cadeias produtivas.

Para isso, o artigo propõe, em seu segundo capítulo, um levantamento das principais razões que têm levado produtores rurais a realizar pedido de recuperação judicial; enquanto no terceiro capítulo se analisará os impactos dessa medida sob o ponto de vista econômico e relacional, e a investigação de alternativas possíveis à judicialização da crise financeira.

A metodologia adotada envolverá uma abordagem qualitativa, com revisão bibliográfica e doutrinária dos marcos normativos da recuperação judicial e da análise econômica do direito, além de referências empíricas sobre comportamento do mercado em face de produtores em recuperação judicial.

O marco teórico da pesquisa se fundamenta na Nova Economia Institucional, na Teoria dos Custos de Transação e nos estudos sobre reputação como mecanismo de governança informal.

A partir desses referenciais, pretende-se compreender a recuperação judicial não apenas como um processo judicial, mas como

um fator de reconfiguração de incentivos e estruturas contratuais, influenciado pelo modo como o produtor é percebido pelo mercado.

Os custos reputacionais serão tratados aqui como uma categoria específica de custos de transação: aqueles que emergem da deterioração da confiança entre agentes econômicos, e que resultam na exigência de cláusulas mais onerosas, colaterais mais robustos ou mesmo na cessação das relações comerciais.

A pesquisa também dialoga com casos emblemáticos da jurisprudência e relatórios técnicos do setor (como os produzidos pela CNA, Serasa Experian e IBGE), com o objetivo de ilustrar empiricamente os efeitos identificados pela teoria.

Busca-se, com isso, oferecer uma análise crítica sobre a racionalidade econômica da recuperação judicial no agronegócio e sobre os *trade-offs* envolvidos na sua escolha por parte do produtor rural endividado.

Pretende-se, ainda, lançar luz sobre a insuficiência de mecanismos legais de reestruturação preventiva no setor rural, o que empurra muitos produtores para soluções judiciais arriscadas, sem considerar os impactos indiretos sobre sua posição no mercado.

A reflexão proposta tem como pano de fundo um debate mais amplo: como equilibrar segurança jurídica e viabilidade econômica nas situações de crise no campo? Qual o papel do direito na preservação de ativos intangíveis, como a reputação?

A superação desse desafio exige uma abordagem interdisciplinar, em que o direito dialogue com a economia, a gestão e a Teoria das Organizações, reconhecendo a complexidade dos contratos rurais e das estruturas de financiamento no setor.

Ao final, espera-se que o artigo contribua para o aperfeiçoamento da interpretação e da aplicação da recuperação judicial no agronegócio, assim como para a formulação de políticas públicas e privadas mais sensíveis aos efeitos reputacionais da insolvência rural.

2. A RECUPERAÇÃO JUDICIAL NO AGRONEGÓCIO: PRESSUPOSTOS E CENÁRIO ATUAL

O aumento expressivo dos pedidos de recuperação judicial no agronegócio brasileiro nos últimos anos revela a complexidade dos desafios enfrentados pelo setor. Em 2023, foram registrados 534 pedidos de recuperação judicial por agentes ligados ao agronegócio. Já em 2024, esse número saltou para 1.272 solicitações, representando um crescimento de 138% em relação ao ano anterior¹⁶⁹. O cenário é ainda mais preocupante quando se observa que, apenas no primeiro trimestre de 2025, houve um aumento de 38% em comparação com o mesmo período de 2024, segundo levantamento da VBSO Advogados¹⁷⁰.

Nesse contexto, produtores rurais — tanto pessoas físicas quanto jurídicas — têm buscado a recuperação judicial como uma tentativa de reorganizar suas dívidas e manter a continuidade de suas atividades. A tendência reflete não apenas uma maior familiaridade com o instituto jurídico, mas, sobretudo, o agravamento das condições estruturais e econômicas do setor agropecuário. Apenas entre os produtores rurais pessoas físicas, por exemplo, os pedidos saltaram de 127 em 2023 para 566 em 2024, um aumento superior a 340%¹⁷¹.

Entre os principais fatores que explicam esse crescimento estão o aumento generalizado do custo de produção, o encarecimento do crédito rural e os efeitos severos das alterações climáticas, como as perdas registradas por quebras de safra em regiões produtoras relevantes. A safra de grãos de 2023/2024, por exemplo, registrou uma

¹⁶⁹ SERASA EXPERIAN. **Indicador de Falências e Recuperações: 2023 e 2024.** São Paulo: Serasa, 2024. Disponível em: <https://www.serasaexperian.com.br>. Acesso em: 16 jun. 2025.

¹⁷⁰ **Análise do comportamento da recuperação judicial no agronegócio: 1º trimestre de 2025.** São Paulo: VBSO, abr. 2025. Disponível em: <https://www.vbso.com.br>. Acesso em: 16 jun. 2025.

¹⁷¹ **Indicador de Falências e Recuperações: 2023 e 2024.** São Paulo: Serasa, 2024. Disponível em: <https://www.serasaexperian.com.br>. Acesso em: 16 jun. 2025.

redução de cerca de 6% da produção total, o equivalente a 19 milhões de toneladas a menos, segundo dados da Conab¹⁷².

Somam-se a isso eventos extremos como secas prolongadas no Centro-Oeste, enchentes no Sul e estiagens recorrentes no Matopiba, com estimativas de prejuízos que chegam a R\$ 70 bilhões em algumas safras¹⁷³.

Além disso, o ambiente de juros elevados, que encarece o crédito rural e dificulta a rolagem das dívidas, impõe uma pressão significativa sobre a liquidez dos produtores, tornando a recuperação judicial uma alternativa cada vez mais utilizada, especialmente entre os pequenos e médios produtores mais dependentes de crédito privado.

Contudo, o ajuizamento de um pedido de recuperação judicial, embora legítimo e muitas vezes necessário, é um processo complexo, longo e oneroso. Trata-se de um instrumento que, apesar de prever a reestruturação de dívidas e a preservação da atividade produtiva, também acarreta riscos relevantes, especialmente no que tange à credibilidade do produtor rural frente ao mercado.

A percepção negativa por parte de credores, fornecedores e parceiros comerciais tem levado à retração das linhas de crédito, à exigência de garantias mais robustas e à substituição de modelos de financiamento flexíveis, como o crédito direto, por alternativas mais conservadoras, como as operações de Barter¹⁷⁴.

À vista de todo o exposto, esse capítulo busca abordar de forma sucinta as peculiaridades do processo de recuperação judicial no contexto do agronegócio (2.1); bem como aprofundar as causas da expansão do uso desse instituto (2.2).

¹⁷² **Acompanhamento da safra brasileira: grãos – 2023/24.** Brasília: Conab, 2024. Disponível em: <https://www.conab.gov.br>. Acesso em: 16 jun. 2025.

¹⁷³ **Perdas bilionárias na safra 2023/24 expõem vulnerabilidade climática do setor.** Globo Rural, 2024. Disponível em: <https://globorural.globo.com>. Acesso em: 16 jun. 2025.

¹⁷⁴ **Alta nos pedidos de recuperação judicial do agro alerta o mercado.** Revista Cultivar, 18 jan. 2024. Disponível em: <https://revistacultivar.com.br>. Acesso em: 16 jun. 2025.

2.1. PANORAMA LEGISLATIVO E PECULIARIDADES

A Lei nº 11.101/2005 representou um avanço significativo na legislação brasileira ao instituir mecanismos modernos de recuperação judicial, extrajudicial e falência para empresários em dificuldades financeiras. Contudo, desde sua promulgação, surgem dúvidas quanto à aplicabilidade desse regime ao produtor rural, sobretudo àquele constituído sob a forma de pessoa física¹⁷⁵.

O artigo 1º da referida norma limitava a utilização da recuperação judicial ao “*empresário ou sociedade empresária*”, o que inicialmente levou ao entendimento restritivo de que o produtor rural pessoa física estaria automaticamente excluído do regime jurídico recuperacional¹⁷⁶.

Tal limitação gerou intensa controvérsia doutrinária e jurisprudencial, já que boa parte dos produtores rurais brasileiros exerce suas atividades com organização empresarial, embora sem o registro formal na Junta Comercial. O conflito foi, por anos, obstáculo para o deferimento de pedidos de recuperação judicial por produtores¹⁷⁷.

Contudo, essa visão foi gradualmente flexibilizada, com decisões judiciais admitindo que o produtor rural pessoa física pudesse realizar pedido de recuperação judicial, desde que fosse demonstrado o exercício da atividade por pelo menos dois anos, ainda que o registro na Junta Comercial fosse posterior (03-67-269.287, p. 5, 2023).

175 LEIRIÃO FILHO, José Afonso. **Judicial reorganization of rural producers: potential impacts due to changes by Law No. 14,112/2020.** 2023. (120 pages). Dissertation. Master's Program – Law School, Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (PUC-SP), São Paulo, 2023.P.26.

176 SOUZA, Loraine Aparecida de Castro. LOPES, Rodrigo Fernando. Recuperação judicial em Atividades do agronegócio. **Revista Rumos:** da pesquisa em ciências empresariais, ciências do Estado e tecnologia. DOI: http://dx.doi.org/10.17648/2525-278X_v1n6-3 . R. Rumos da Pesquisa, Patrocínio, v. 1, n. 6, p. 269-287, Abril, 2022. P. 270.

177 SOUZA, Loraine Aparecida de Castro; LOPES, Rodrigo Fernando. Op. cit., p. 270.

O Superior Tribunal de Justiça consolidou esse entendimento no julgamento do REsp 1.800.032/MT¹⁷⁸, em que ficou consignado que o exercício regular da atividade produtiva poderia ser demonstrado por meio de provas documentais, independentemente do registro mercantil.

Com a promulgação da Lei nº 14.112/2020, essa interpretação foi incorporada ao texto legal. A nova redação do artigo 48 da Lei de Recuperação Judicial passou a permitir expressamente que produtores rurais pessoa física ingressem com pedido de recuperação judicial, desde que apresentem documentos comprobatórios da atividade econômica nos dois anos anteriores ao pedido.

A Reforma conferiu maior segurança jurídica à atuação dos produtores, adequando a legislação à realidade do agronegócio, por ser extremamente comum que o empreendedor não possuísse estrutura societária formal, sendo suficiente que provasse o exercício de atividade produtiva relevante e contínua.

Assim, a demonstração da atividade rural poderia ser feita por meio de diversos documentos, como notas fiscais, contratos de arrendamento, declarações do Imposto de Renda Pessoa Física com atividade rural e extratos bancários, sem a necessidade de escrituração contábil completa.

Outra peculiaridade relevante diz respeito à sazonalidade da produção agropecuária, que exige planos de recuperação adaptados aos ciclos de safra e colheita. Ao contrário da atividade empresarial urbana, com fluxo de receita constante, o produtor rural recebe majoritariamente e de forma concentrada, após a colheita¹⁷⁹.

Em razão disso, o plano de recuperação judicial do produtor rural deve contemplar carências iniciais e cronogramas compatíveis com os ciclos produtivos. A jurisprudência tem reconhecido tal especificidade, admitindo condições diferenciadas para o pagamento de credores.

178 STJ - RenMan no REsp: 1800032 MT 2019/0050498-5, Relator.: Ministro RAUL ARAÚJO, Data de Publicação: DJ 06/03/2020

179 SOUZA, Loraine Aparecida de Castro; LOPES, Rodrigo Fernando. Op. cit., p. 274.

Além da sazonalidade, o agronegócio opera com instrumentos financeiros próprios, como a Cédula de Produto Rural (CPR), o Barter (troca de produtos por insumos) e o Certificado de Recebíveis Agrícolas. Esses instrumentos devem ser cuidadosamente analisados para verificação da sujeição ou não dos respectivos créditos à recuperação judicial¹⁸⁰.

Há debates, por exemplo, sobre a inclusão de CPRs com cláusula de liquidação física, especialmente quando garantidas por penhor de safras. Tais créditos podem ser considerados extraconcursais, a depender de sua natureza jurídica e da jurisprudência adotada pelo juízo do caso concreto¹⁸¹.

Outro desafio refere-se à documentação contábil. Muitos produtores rurais não mantêm escrituração formal nos moldes empresariais, o que leva o Ministério Público a impugnar muitos pedidos com base na ausência de balanços. Ainda assim, o Judiciário tem admitido outros meios probatórios para suprir essa exigência.

Neste contexto, parte da doutrina¹⁸² defende que deveria o legislador pensar em um microssistema normativo próprio para a recuperação de agentes do agronegócio, dada a especificidade da atividade, seus títulos típicos, regimes de crédito subsidiado e peculiaridades de produção.

Apesar dos avanços promovidos pela Reforma Legislativa e pelo amadurecimento jurisprudencial, ainda há lacunas no tratamento legal da recuperação judicial aplicada ao campo. O desafio atual está em compatibilizar os princípios da preservação da atividade empresarial, função social e continuidade produtiva, com a diversidade contratual e produtiva do agronegócio brasileiro.

180 SOUZA, Loraine Aparecida de Castro; LOPES, Rodrigo Fernando. Op. cit., p. 275.

181 SOUZA, Loraine Aparecida de Castro; LOPES, Rodrigo Fernando. Op. cit., p. 275.

182 LEIRIÃO FILHO, José Afonso. **Judicial reorganization of rural producers: potential impacts due to changes by Law** No. 14,112/2020. 2023. (120 pages). Dissertation. Master's Program – Law School, Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (PUC-SP), São Paulo, 2023

2.2. EXPANSÃO DO USO DA RECUPERAÇÃO JUDICIAL

O aumento expressivo do uso da recuperação judicial no agronegócio decorre, em grande medida, da ampla dependência do setor em relação ao crédito privado (2.2.1), cuja fragilidade, agravada por diversos fatores conjunturais e estruturais (2.2.2), culminou em elevados índices de inadimplemento.

2.2.1. O AMBIENTE DE CRÉDITO PRIVADO NO AGRONEGÓCIO

O crédito privado ganhou protagonismo e tornou-se o principal mecanismo de financiamento do agronegócio brasileiro, sobretudo após a limitação estrutural dos recursos públicos destinados ao setor. Essa transformação tem se materializado por meio de uma ampla gama de instrumentos financeiros, que, ao mesmo tempo em que ampliam o acesso a capital, tornam os produtores mais expostos à avaliação de risco e à confiança do mercado.

Os chamados títulos de crédito promovem a circulação indireta de riquezas no agronegócio, de forma simples e segura. Isso significa que, não é necessária a tradicional mercancia, com venda de uma *commodity* por dinheiro¹⁸³.

Entre os instrumentos que exemplificam essa dinâmica estão os Fundos de Investimento nas Cadeias Agroindustriais (FIAGRO), instituídos pela Lei nº 14.130/2021. Os FIAGROs têm se consolidado como uma alternativa atrativa tanto para produtores quanto para investidores, por sua flexibilidade operacional e benefícios fiscais¹⁸⁴. Segundo dados da ANBIMA, o patrimônio líquido desses fundos alcançou R\$ 40 bilhões em agosto de 2024, um crescimento de 141% em relação a dezembro de 2023, enquanto o estoque total cresceu 5,3%

¹⁸³ BURANELLO, Renato. **Manual do Direito do Agronegócio**. 2 ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2018. P. 227.

¹⁸⁴ BOECHAT, Cássio Arruda. **Os Fiagros, o capital fictício e a financeirização recente do agronegócio brasileiro**. Rev. NERA | Presidente Prudente, SP | v. 27, n. 2 | e10025 | 2024. P.2.

no mesmo período¹⁸⁵. As captações líquidas em 2023 somaram R\$ 3,8 bilhões, refletindo o amadurecimento acelerado desse mercado¹⁸⁶.

Paralelamente, observa-se a expansão de títulos de crédito privado como a CPR (Cédula de Produto Rural), o CRA (Certificado de Recebíveis do Agronegócio), a LCA (Letra de Crédito do Agronegócio) e o CDCA (Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio). Em fevereiro de 2025, o estoque desses títulos chegou a R\$ 1,256 trilhão, representando um crescimento de 28% em doze meses¹⁸⁷. A CPR foi o título que mais se destacou, passando de R\$ 314 bilhões para R\$ 484 bilhões no período¹⁸⁸.

A modernização dos instrumentos financeiros e a sofisticação do crédito rural no Brasil têm permitido a internalização de práticas típicas de mercados de capitais. Como reforça o autor, “a securitização do agronegócio avançou com força nos últimos anos, impulsionada pela criação de veículos de investimento como os FIAGRO e pelo amadurecimento da CPR como importante instrumento de captação”¹⁸⁹.

Além desses títulos, outras formas alternativas de financiamento ganham espaço, como as operações de Barter, nas quais sociedades fornecedoras de insumos (como Bayer, Bunge e Cargill) antecipam produtos ao produtor rural em troca de parte da produção futura. Essa prática dispensa o desembolso financeiro imediato, constituindo um

185 Estatísticas de fundos – FIAGRO registra patrimônio líquido de R\$ 40 bilhões em agosto de 2024. ANBIMA, 2024. Disponível em: <https://www.anbima.com.br>. Acesso em: 16 jun. 2025.

186 FIAGRO se consolida como fonte de financiamento para o agronegócio. Brasília: Agência Gov, 2024. Disponível em: <https://agenciagov.ebc.com.br>. Acesso em: 16 jun. 2025.

187 Estoque de crédito privado atinge R\$ 1,256 trilhão com destaque para CPRs. InfoMoney, 15 fev. 2025. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br>. Acesso em: 16 jun. 2025.

188 Mercado de títulos agrícolas cresce 28% em 12 meses. UOL Notícias, 16 fev. 2025. Disponível em: <https://noticias.uol.com.br>. Acesso em: 16 jun. 2025.

189 BOECHAT, Cássio Arruda. Os Fiagros, o capital fictício e a financeirização recente do agronegócio brasileiro. **Rev. NERA** | Presidente Prudente, SP | v. 27, n. 2 | e10025 | 2024. p.2.

tipo de crédito implícito lastreado na confiança recíproca e reputação do produtor rural.

Outros mecanismos relevantes incluem o *factoring* rural, que consiste na antecipação de recebíveis agrícolas (como notas fiscais) para geração de liquidez, embora com custos mais elevados; e os contratos de compra e venda futura (ou contratos a termo), que permitem ao produtor travar preços antes da colheita e viabilizar o acesso a financiamento atrelado a esses compromissos, frequentemente via CPRs ou CRAs.

Importa frisar que o acesso a todos esses mecanismos está diretamente condicionado à capacidade de crédito do produtor e à percepção de risco atribuída por investidores e instituições financeiras. Por se tratar de operações extrajudiciais e altamente sensíveis à confiança, a reputação do tomador se converte, aqui, em verdadeiro ativo econômico, ainda que intangível.

2.2.2. FATORES QUE INFLUENCIAM A UTILIZAÇÃO DO INSTITUTO DA RECUPERAÇÃO JUDICIAL

Como observado no tópico 2.2.1, o agronegócio brasileiro tem recorrido a mecanismos privados de financiamento que dependem da avaliação de risco e reputação. No entanto, esses recursos alternativos não compensam a pressão gerada pelo encarecimento do crédito rural oficial e pelos frequentes choques climáticos, fatores que têm contribuído diretamente para a escalada dos pedidos de recuperação judicial.

Nesse contexto, dados da Serasa Experian revelam que os pedidos de recuperação judicial no agronegócio saltaram de 534 em 2023 para 1.272 em 2024, um aumento de 138%¹⁹⁰. Segundo Marcelo Pimenta, Head de Agronegócio da Serasa, esses números refletem as consequências da alta das taxas de juros, do aumento dos custos de

¹⁹⁰ **Indicador de Falências e Recuperações: março de 2024.** São Paulo: Serasa, 2024. Disponível em: <https://www.serasaexperian.com.br>. Acesso em: 16 jun. 2025.

produção e da variação cambial no preço de insumos, agravados pelos impactos climáticos¹⁹¹.

Ainda que o Plano Safra 2024/25 tenha disponibilizado R\$ 400,6 bilhões para o setor do agronegócio brasileiro, as taxas de juros para custeio e investimento variam entre 8% e 12% ao ano, acima do nível pleiteado pelo setor (9%)¹⁹². Além disso, cogitou-se a hipótese de taxar em 5% os rendimentos das LCAs — que atualmente representam cerca de 29% do crédito agrícola nacional — o que fatalmente elevaria os custos de captação e o repasse de crédito ao produtor. Assim, mesmo com volume expressivo, esse crédito oficial torna-se menos atrativo e menos acessível, especialmente para pequenos e médios produtores.

No campo climático, a safra de grãos de 2023/24 registrou uma produção estimada de 295,6 milhões de toneladas, o que corresponde a uma queda de 7,6% em relação ao ciclo anterior. A soja e o milho foram particularmente afetados, com recuos superiores a 7% e 10%, respectivamente — em função da irregularidade de chuvas, estiagens prolongadas e eventos extremos como enxurradas e secas repentinas em áreas-chave (Centro-Sul, Matopiba, Sul, SP, PR)¹⁹³.

Todos esses fatores reduzem diretamente a renda prevista pelos produtores, impactando a capacidade de pagamento de parcelas de crédito e renegociação de dívidas. Ao se somar a esse quadro o ambiente de juros elevados, que dificultam a rolagem de passivos, a pressão sobre a liquidez se intensifica, elevando a probabilidade de insolvência e empurrando muitos produtores a deixarem a recuperação judicial como última alternativa.

Em síntese, a confluência entre o encarecimento do crédito rural oficial, a escassez do pós-crise climática, e a restrição de

¹⁹¹ **Indicador de Falências e Recuperações: março de 2024.** São Paulo: Serasa, 2024. Disponível em: <https://www.serasaexperian.com.br>. Acesso em: 16 jun. 2025.

¹⁹² **Acompanhamento da safra brasileira: grãos – safra 2023/24 – 9º levantamento.** Brasília: Conab, mai. 2024. Disponível em: <https://www.conab.gov.br/info-agro/safras>. Acesso em: 16 jun. 2025.

¹⁹³ **Acompanhamento da safra brasileira: grãos – safra 2023/24 – 9º levantamento.** Brasília: Conab, mai. 2024. Disponível em: <https://www.conab.gov.br/info-agro/safras>. Acesso em: 16 jun. 2025.

acesso contínuo ao crédito privado sensível à reputação, configuram um ciclo de fragilidade financeira. Tal cenário explica, em parte, o impressionante aumento da recuperação judicial no setor do agronegócio, reforçando a urgência de se repensar tanto os instrumentos de crédito público quanto as formas de mitigação dos impactos climáticos no financiamento rural.

3. ANÁLISE ECONÔMICA E OS CUSTOS REPUTACIONAIS

3.1. A ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO APLICADA À RECUPERAÇÃO JUDICIAL

A interseção entre Direito e Economia ganha relevo quando se analisa a aplicação de alguns institutos jurídicos à realidade empresarial, especialmente no contexto de crise financeira. A Análise Econômica do Direito (AED) surge nesse cenário como uma ferramenta teórica capaz de avaliar as consequências econômicas das normas jurídicas e das escolhas institucionais, buscando maximizar a eficiência na alocação de recursos e minimizar os custos de transação nas relações jurídicas.

O marco teórico dessa vertente é atribuído a autores como Ronald Coase que, com o teorema que leva seu nome, demonstrou como, na ausência de custos de transação, o mercado tenderia naturalmente a soluções eficientes, independentemente da distribuição inicial dos direitos de propriedade¹⁹⁴. No entanto, no mundo real — onde custos de informação, monitoramento e *enforcement* são significativos — o ordenamento jurídico exerce um papel essencial na estruturação eficiente dos contratos e na prevenção de externalidades negativas.

Quando transposta para o campo da recuperação judicial, especialmente no agronegócio, a AED permite compreender esse instituto não apenas como um mecanismo jurídico de superação de crise, mas também como um instrumento que gera incentivos e

¹⁹⁴ ZYLBERSZTAJN, Decio; SZTAJN, Rachel (Coord.). *Direito e economia: análise econômica do Direito e das organizações*. Rio de Janeiro: Editora Elsevier, 2005.

desincentivos econômicos para os agentes envolvidos. O pedido de recuperação judicial, por exemplo, altera as expectativas de mercado quanto à capacidade de cumprimento de obrigações futuras, impactando diretamente a reputação do devedor e seus custos futuros de transação.

A AED estabelece que o Direito deve fomentar estruturas contratuais eficientes, ou seja, que maximizem o valor esperado das transações e minimizem as perdas por inadimplemento. No entanto, neste contexto, a recuperação judicial possibilita o surgimento de um paradoxo econômico: embora represente uma tentativa de reorganização produtiva, o processo recuperacional frequentemente acarreta aumento dos custos contratuais, exigência de garantias mais robustas e retração do crédito — elementos que comprometem a viabilidade econômica futura do produtor em crise.

Nesse cenário, a aplicação do conceito de eficiência de Pareto mostra-se limitada. Isso porque, a recuperação judicial dificilmente permite ganhos sem perdas para alguma das partes. Portanto, é mais adequado adotar a perspectiva da eficiência de Kaldor-Hicks, segundo a qual uma política ou medida é eficiente se os ganhos obtidos forem suficientes para compensar as perdas causadas — ainda que essa compensação não ocorra de fato¹⁹⁵.

A Teoria dos Custos de Transação, desenvolvida por Williamson, também se revela especialmente útil. Segundo o autor, relações comerciais marcadas por incerteza, frequência e especificidade dos ativos demandam mecanismos robustos de governança para reduzir custos e assegurar previsibilidade. A reputação, nesse modelo, atua como um ativo institucional que substitui ou reduz a necessidade de cláusulas formais, garantias legais ou monitoramento externo¹⁹⁶.

195 ZYLBERSZTAJN, Decio; SZTAJN, Rachel (Coord.). *Direito e economia: análise econômica do Direito e das organizações*. Rio de Janeiro: Editora Elsevier, 2005, p. 170.

196 WILLIAMSON, Oliver E. *The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting*. New York: Free Press; London: Collier Macmillan, 1985. Disponível em: https://archive.org/details/economicinstitut0000will_h6n2. Acesso em: 16 jun. 2025.

No ambiente do agronegócio, contratos como Barter, CPRs e vendas futuras baseiam-se fortemente na confiança intertemporal e na recorrência das relações. A ruptura causada por um pedido de recuperação judicial, ainda que legítimo, altera essa lógica e aumenta os custos de transação futuros, pois o produtor deixa de ser percebido como um agente confiável no mercado.

Do ponto de vista econômico, isso nos leva a refletir sobre a eficiência do inadimplemento. Nos países que adotam a *common law*, a doutrina estrangeira comprehende como violação contratual toda situação em que o devedor encontra alternativa mais eficiente e compensatória. Contudo, nos países de *civil law*, como é o caso do Brasil, — cita-se o regime da Lei 11.101/2005 — predomina o princípio da continuidade do devedor em recuperação judicial, com foco na preservação do agente econômico como unidade produtiva, mesmo que isso implique em perdas para credores, desde que em favor da coletividade.

Assim, ao analisar o ajuizamento da recuperação judicial sob a lente da AED, é possível afirmar que esse instituto, embora promova certa eficiência coletiva ao evitar falências em massa, pode representar uma ineficiência privada significativa, ao deteriorar a reputação do produtor, limitar seu acesso a financiamentos futuros e comprometer sua reinserção plena no mercado formal.

Por isso, propõe-se uma leitura crítica do processo de recuperação judicial no contexto do agronegócio, considerando não apenas seus efeitos imediatos sobre passivos e fluxos de caixa, mas também seus impactos sobre a estrutura contratual futura dos produtores. A recuperação judicial precisa ser vista como último recurso — não apenas por seu custo jurídico e financeiro, mas por seu efeito reputacional persistente, que aumenta os custos de transação e reduz a eficiência das relações contratuais no longo prazo.

3.2. IMPACTOS REPUTACIONAIS PARA SOCIEDADES EMPRESÁRIAS DO AGRONEGÓCIO

A reputação corporativa de uma sociedade é a representação cognitiva de todas as suas ações e resultados, e simboliza a capacidade aparente de entrega de valor, de muita importância para os *stakeholders*. Quando os resultados não vão bem, o dano reputacional se manifesta de algumas formas, dentre elas está a diminuição da capacidade de atrair o capital financeiro e as receitas empobrecidas.¹⁹⁷

No contexto do agronegócio, isso só se intensifica. A reputação do produtor rural, enquanto pessoa física ou jurídica, é um ativo intangível estratégico, cuja preservação e valorização podem influenciar decisivamente a sustentabilidade das operações, especialmente diante de eventos críticos como o ajuizamento de uma recuperação judicial. Ao analisarmos os custos reputacionais decorrentes dessa medida, é preciso considerar os reflexos sobre a percepção de confiabilidade, integridade e responsabilidade social perante o mercado, financiadores e consumidores.

Para sociedades empresárias do agronegócio, cujas operações frequentemente dependem de confiança mútua e relações contratuais de médio e longo prazo, os custos de transação — tais como renegociações, monitoramento e *enforcement* — aumentam significativamente quando a reputação da sociedade é abalada. A perda de credibilidade afeta diretamente a governança das transações, podendo culminar na ruptura de cadeias produtivas.

A reputação dos produtos agrícolas brasileiros está intrinsecamente relacionada à qualidade e à diferenciação. Isso inclui atributos como saudabilidade, sustentabilidade ambiental e responsabilidade social¹⁹⁸. Quando uma sociedade ingressa em processo de recuperação judicial, essas dimensões podem ser

197 JÚNIOR DE MAGALHÃES, Danilo Brum. Gerenciamento de Risco, Compliance e Geração de Valor: Os Compliance Programs como Ferramenta para Mitigação de Riscos Reputacionais nas Empresas. Risk management, compliance and value generation: compliance programs as a tool for mitigating reputational risks in companies. **Revista dos Tribunais** | vol. 997/2018 | p. 575 - 594 | Nov / 2018 DTR/2018/20828, p. 5.

198 VIEIRA, Pedro Abel. CONTINI, Elisio. Reputação do agronegócio brasileiro O novo desafio das exportações. **Revista de Política Agrícola**. Ano XXVII – No 4 – Out./Nov./Dez. 2018. p.5.

colocadas em xeque, especialmente no contexto internacional, onde as exigências são ainda mais rigorosas.

Um exemplo claro refere-se à exportação de carne bovina brasileira, um setor sensível à imagem pública. Reportagens sobre problemas trabalhistas, ambientais ou financeiros envolvendo frigoríficos nacionais repercutem nos mercados estrangeiros, com impacto direto nos preços e na manutenção de contratos¹⁹⁹. A reputação, nesse cenário, torna-se vetor essencial para a continuidade e expansão dos negócios.

A construção e manutenção da reputação é um processo complexo, de longo prazo, que envolve atores públicos e privados. Como destacam os autores da Embrapa, qualquer percepção negativa pode resultar não apenas em redução de preço, mas também em rejeição dos produtos no mercado internacional²⁰⁰. O ajuizamento de uma recuperação judicial, ainda que legítimo, pode ser interpretado como um sinal de instabilidade, afetando o posicionamento competitivo.

Além disso, os custos reputacionais estão ligados à necessidade de renegociação de contratos e garantias com fornecedores, parceiros e instituições financeiras. A especificidade dos ativos e a incerteza das transações exigem estruturas de governança robustas. A perda de reputação mina essas estruturas, tornando as transações mais onerosas e arriscadas.

Na ótica da Análise Econômica do Direito, o impacto reputacional é, em essência, um custo de transação. Conforme destaca Williamson²⁰¹, a escolha da estrutura de governança ótima é aquela que minimiza a soma dos custos de produção e de transação. Se a reputação está comprometida, há um deslocamento dessas estruturas para modelos mais rígidos e custosos – como a integração vertical ou contratos com

199 VIEIRA, Pedro Abel; CONTINI, Elisio. Op. cit., p. 6.

200 VIEIRA, Pedro Abel; CONTINI, Elisio. Op. cit., p. 7.

201 WILLIAMSON, Oliver E. *The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting*. New York: Free Press; London: Collier Macmillan, 1985. Disponível em: https://archive.org/details/economicinstitut0000will_h6n2. Acesso em: 16 jun. 2025.

garantias mais complexas — em substituição aos tradicionais acordos de confiança.

No contexto das exportações, a reputação é ainda mais crítica. O agronegócio brasileiro precisa lidar com a concorrência internacional, frequentemente baseada em preços e qualidade. Práticas como a rastreabilidade, certificações ambientais e auditorias independentes tornam-se exigências para manter e ampliar mercados, sobretudo na União Europeia e Ásia²⁰². Uma sociedade empresária em recuperação judicial poderá encontrar dificuldades para cumprir tais exigências.

É importante observar que a reputação está fortemente associada à percepção de capacidade de cumprimento contratual. Portanto, sociedades empresárias em estado de hipossuficiência financeira, mesmo que temporária, podem ser vistas como parceiras instáveis, o que eleva os custos de supervisão e reduz a propensão dos agentes econômicos a manter relações comerciais duradouras.

A reputação, portanto, atua como uma forma de capital social. Quando comprometida, seus efeitos não se restringem à sociedade devedora, mas irradiam para todo o setor, especialmente em cadeias agroindustriais integradas. Esse fenômeno, que poderíamos chamar de “efeito reputacional sistêmico”, amplia os riscos para investidores e compradores internacionais.

Para mitigar os efeitos da perda de reputação, muitos empresários recorrem a estratégias de compliance, marketing institucional e reestruturação da governança interna. Tais medidas, no entanto, demandam tempo e alguns recursos, o que pode ser escasso durante no decorrer de uma recuperação judicial. A reconstrução da confiança, portanto, é um processo oneroso e incerto, impactando diretamente a competitividade.

É nesse contexto que a recuperação judicial adquire uma dupla dimensão: jurídica e simbólica. Do ponto de vista jurídico, busca-se preservar a sociedade empresária e seus empregos; do ponto de vista simbólico, representa fragilidade, o que, no mercado globalizado e

²⁰² VIEIRA, Pedro Abel; CONTINI, Elisio. Op. cit., p. 7.

competitivo do agronegócio, pode significar a perda de oportunidades comerciais.

A literatura empírica sobre custos de transação no agronegócio aponta que a redução da assimetria de informações e o fortalecimento da reputação estão entre os fatores mais relevantes para a eficiência das transações. Assim, recuperar a reputação é tão estratégico quanto recuperar a liquidez da sociedade.

É necessário, portanto, que o modelo de recuperação judicial seja sensível às especificidades do agronegócio. Como mostram os estudos sobre contratos de fornecimento de insumos e exportações agrícolas, a flexibilidade contratual e a previsibilidade são atributos fundamentais, que dependem diretamente da imagem que o agente econômico projeta.

Por fim, a recuperação judicial no agronegócio precisa ser pensada em consonância com estratégias de reconstrução reputacional. A criação de selos de boas práticas, a certificação da qualidade dos ativos, a transparência na gestão e o diálogo com *stakeholders* são mecanismos possíveis para mitigar os efeitos adversos e reconstituir a confiança no longo prazo.

3.3. RACIONALIDADE ECONÔMICA VERSUS PERDA DE CREDIBILIDADE NO MERCADO

A recuperação judicial, à luz da Análise Econômica do Direito, representa uma escolha racional diante de uma situação de insolvência iminente. Seu objetivo é possibilitar a continuidade da atividade produtiva, evitando a liquidação imediata dos ativos e promovendo uma reestruturação que maximize o valor econômico da sociedade no longo prazo. No entanto, especialmente no setor do agronegócio, essa racionalidade econômica esbarra em um efeito colateral relevante: a perda de credibilidade no mercado.

Os empresários rurais, ao optarem pelo ajuizamento da recuperação judicial, estão em busca de reorganizar passivos e

preservar a funcionalidade da cadeia produtiva. Entretanto, o sinal enviado ao mercado é frequentemente negativo, ainda que a medida seja legítima. A eficiência de uma estrutura institucional depende da redução dos custos de transação — e a reputação é elemento central nesse processo.

A formalização do pedido de recuperação judicial gera, muitas vezes, uma retração imediata de fornecedores, credores e parceiros comerciais. Em mercados fortemente baseados em confiança, como o agronegócio, esse movimento gera aumento no custo de capital, exigência de garantias adicionais e dificuldade de acesso a contratos de fornecimento e exportação.

Os custos sociais da insolvência recuperacional são altos, e justamente por isso, analisar a utilidade do processo de recuperação judicial é primordial.²⁰³ Assim como não se aciona o seguro de um carro em qualquer deslize, a sociedade empresária rural não deve acionar a recuperação judicial em qualquer crise financeira.

Desse modo, verifica-se um dilema clássico: o produtor opta por uma solução racional do ponto de vista jurídico-econômico, mas enfrenta consequências que, na prática, reduzem sua competitividade e capacidade de operar. Esse *trade-off* entre reestruturação formal e reputação mercadológica exige uma reavaliação dos instrumentos jurídicos disponíveis e a construção de alternativas extrajudiciais mais sensíveis às dinâmicas informais do setor.

3.4. CAMINHOS ALTERNATIVOS À RECUPERAÇÃO JUDICIAL: SOLUÇÕES NEGOCIAIS E INSTRUMENTOS DE MITIGAÇÃO DE RISCO

Apesar da legitimidade jurídica e da racionalidade econômica que podem fundamentar o uso da recuperação judicial, especialmente em contextos de crise severa, ela não deve ser tratada como a única via

²⁰³ COELHO, Bruno Felipe Monteiro. **Eficiência do processo recuperacional: uma busca pela segurança jurídica à atividade empresarial, sob a ótica da análise econômica do direito.** 2024. 153 f. Dissertação (Mestrado em Direito) - Universidade Federal de Mato Grosso, Faculdade de Direito, Cuiabá, 2024, p. 93.

possível. Dependendo da natureza da dívida, da estrutura patrimonial e da capacidade de reorganização do produtor rural, existem soluções extrajudiciais e métodos autocompositivos que podem ser mais eficientes, menos onerosos e menos danosos à sua imagem no mercado.

Dentre essas alternativas, destaca-se a recuperação extrajudicial, prevista nos arts. 161 a 167 da Lei nº 11.101/2005. O instrumento possibilita ao devedor negociar diretamente com seus credores um plano de reestruturação, que após homologação judicial, passa a ter força executiva. Sua principal vantagem reside na discrição e agilidade, já que não exige o envolvimento de todos os credores e não acarreta o estigma que normalmente acompanha um processo judicial. Quando bem utilizada, pode preservar a reputação do produtor e assegurar o acesso contínuo ao crédito e aos insumos.

Além disso, o reescalonamento privado de dívidas, combinado com a renegociação de garantias, a venda de ativos não essenciais e a adoção de boas práticas de governança, constitui um conjunto de medidas que contribuem para a recuperação da solvência sem os ônus da judicialização. A confidencialidade desses processos é, muitas vezes, um diferencial competitivo no agronegócio, setor altamente sensível à percepção de risco e reputação.

Por outro lado, a baixa eficácia do seguro rural no Brasil agrava a exposição dos produtores a eventos climáticos extremos. Com baixa capilaridade, cobertura insuficiente e excessiva burocracia, o seguro não cumpre adequadamente seu papel de ferramenta de mitigação de risco. Em contraste, países como os Estados Unidos oferecem modelos robustos e acessíveis de seguros agrícolas, que funcionam como colchões financeiros em momentos de crise, reduzindo a necessidade de reestruturações judiciais.

Conforme experiências analisadas, somente o seguro mútuo apresentou um saldo relativamente positivo e resultados, de fato, satisfatórios. Nesse contexto, a participação do setor público é estratégica para o desenvolvimento da atividade. Diante das

especificidades inerentes ao setor do agronegócio, o risco é alto e muitas vezes imprevisível - o que afasta investidores privados.²⁰⁴

Justamente por isso, é essencial que o produtor rural conte com assessoria jurídica e financeira especializada, capaz de analisar, *ex ante* o custo-benefício entre as vias judicial e extrajudicial, bem como os impactos reputacionais envolvidos. A escolha da recuperação judicial como primeira opção, sem análise criteriosa, pode agravar a crise e comprometer a viabilidade futura do negócio.

O estudo da Análise Econômica do Direito reforça a importância da eficiência das instituições jurídicas na alocação dos riscos. Alternativas menos disruptivas à recuperação judicial, como a recuperação extrajudicial, ganham destaque por oferecerem soluções contratuais ajustadas à realidade de cada produtor, minimizando os custos de transação e preservando relações comerciais essenciais para a continuidade da atividade produtiva.

Diante disso, recomenda-se uma revalorização institucional da recuperação extrajudicial no agronegócio, com políticas públicas de fomento, linhas de crédito específicas para produtores em reestruturação e estímulos à mediação e à negociação assistida. Essas ferramentas podem contribuir para restaurar a solvência sem romper com os elos de confiança que sustentam as cadeias produtivas do campo.

4. CONCLUSÃO

A análise proposta ao longo deste trabalho partiu da constatação do crescimento significativo dos pedidos de recuperação judicial no setor do agronegócio brasileiro, em especial a partir de 2023. Tal aumento reflete a convergência de fatores estruturais, econômicos e climáticos, como a elevação das taxas de juros, a deterioração do crédito rural oficial, a ampliação da dependência de mecanismos privados de

²⁰⁴ RAMUNNO, Pedro Alves Lavacchini, Um Panorama sobre o Seguro Agrícola no Brasil: Histórico, Características e Tendência ao Insucesso. **Revista de Direito Empresarial** | vol. 8/2015 | p. 17 - 42 | Mar - Abr / 2015 DTR/2015/2763, p. 13.

financiamento e os recorrentes choques climáticos com impacto direto na produção. Frente a esse cenário, produtores rurais, especialmente de médio e pequeno porte, têm recorrido à recuperação judicial como última alternativa para manterem sua atividade produtiva.

No entanto, à luz da Análise Econômica do Direito, observou-se que a utilização da recuperação judicial, embora legalmente possível e, em muitos casos, necessária, carrega custos invisíveis que transcendem os aspectos patrimoniais e jurídicos. Dentre esses custos, o custo reputacional revelou-se central, sobretudo num setor fortemente baseado em confiança, como é o agronegócio. A deterioração da reputação do produtor rural, causada pelo ajuizamento da recuperação judicial, gera restrições ao crédito, encarecimento das transações, perda de acesso a financiamentos informais (como o Barter) e afastamento de parceiros comerciais, comprometendo, muitas vezes, a continuidade da atividade.

A pesquisa confirmou a hipótese de que a reputação atua como um ativo intangível de governança informal no mercado, sendo decisiva para a eficiência das relações contratuais. Com base em autores como Williamson e Zylbersztajn, compreendeu-se que a quebra da confiança repercute no aumento dos custos de transação e na exigência de garantias mais rígidas, impactando a racionalidade econômica do uso da recuperação judicial. Em determinados contextos, especialmente entre os produtores sem acesso a mecanismos formais de proteção, como o seguro rural, o ajuizamento da recuperação pode agravar a exclusão do mercado em vez de solucionar a crise.

Além disso, constatou-se a fragilidade institucional das alternativas preventivas à judicialização no Brasil, incluindo a recuperação extrajudicial e o seguro rural. Apesar de prevista em lei, a recuperação extrajudicial ainda é pouco utilizada no campo, seja por falta de informação, por resistência dos credores, ou por inexistência de uma cultura negocial madura. Do mesmo modo, o seguro rural não cumpre, em larga escala, a função de mitigação de risco que exerce em países como os Estados Unidos, contribuindo para o desamparo financeiro dos produtores em momentos críticos.

Em resposta às questões orientadoras, conclui-se que os fatores econômicos, jurídicos e climáticos interagem de forma complexa para impulsionar a recuperação judicial no agronegócio; que os custos reputacionais são reais e mensuráveis, afetando diretamente o acesso a crédito e à continuidade da atividade rural; e que a reação dos agentes econômicos à recuperação judicial tende a ser negativa, refletindo a falta de instrumentos eficazes de avaliação do risco agrícola. A recuperação judicial, embora útil em certos casos, não cumpre plenamente sua função de reestruturação produtiva no campo — justamente porque ignora os custos informais que ela mesma gera.

Dessa forma, recomenda-se a revalorização institucional das soluções extrajudiciais, como a recuperação extrajudicial, a mediação e a renegociação assistida de dívidas, bem como o fortalecimento de instrumentos de mitigação de risco, como um seguro rural robusto, acessível e regionalmente ajustado. A construção de um ambiente de crédito mais sensível à especificidade do agronegócio passa, necessariamente, por uma regulação mais eficiente, por incentivos à transparência e por maior diálogo entre Direito e Economia.

Ao final, espera-se que este artigo contribua não apenas para o aprofundamento do debate acadêmico sobre o uso da recuperação judicial no setor rural, mas também para o aperfeiçoamento de políticas públicas e privadas que reconheçam os efeitos reputacionais como variável central na tomada de decisões econômicas, incentivando soluções mais sustentáveis e menos disfuncionais no tratamento das crises do campo.

REFERÊNCIAS

ANBIMA. *Estatísticas de fundos – FIAGRO registra patrimônio líquido de R\$ 40 bilhões em agosto de 2024*. ANBIMA, 2024. Disponível em: <https://www.anbima.com.br>. Acesso em: 16 jun. 2025.

BOECHAT, Cássio Arruda. Os Fiagros, o capital fictício e a financeirização recente do agronegócio brasileiro. *Rev. NERA*, Presidente Prudente, SP, v. 27, n. 2, e10025, 2024, p. 2.

BURANELLO, Renato. *Manual do Direito do Agronegócio*. 2. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2018. p. 227.

COELHO, Bruno Felipe Monteiro. *Eficiência do processo recuperacional: uma busca pela segurança jurídica à atividade empresarial, sob a ótica da análise econômica do direito*. 2024. 153 f. Dissertação (Mestrado em Direito) - Universidade Federal de Mato Grosso, Faculdade de Direito, Cuiabá, 2024.

CONAB. *Acompanhamento da safra brasileira: grãos – safra 2023/24 – 9º levantamento*. Brasília: Conab, mai. 2024. Disponível em: <https://www.conab.gov.br/info-agro/safras>. Acesso em: 16 jun. 2025.

FIAGRO se consolida como fonte de financiamento para o agronegócio. Brasília: Agência Gov, 2024. Disponível em: <https://agenciagov.ebc.com.br>. Acesso em: 16 jun. 2025.

GLOBORURAL. *Perdas bilionárias na safra 2023/24 expõem vulnerabilidade climática do setor*. 2024. Disponível em: <https://globorural.globo.com>. Acesso em: 16 jun. 2025.

INFOMONEY. *Estoque de crédito privado atinge R\$ 1,256 trilhão com destaque para CPRs*. InfoMoney, 15 fev. 2025. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br>. Acesso em: 16 jun. 2025.

JÚNIOR DE MAGALHÃES, Danilo Brum. Gerenciamento de Risco, Compliance e Geração de Valor: Os Compliance Programs como Ferramenta para Mitigação de Riscos Reputacionais nas Empresas. Risk management, compliance and value generation: compliance programs as a tool for mitigating reputational risks in companies. *Revista dos Tribunais* | vol. 997/2018 | p. 575 - 594 | Nov / 2018 DTR\2018\20828, p. 5.

LEIRIÃO FILHO, José Afonso. *Judicial reorganization of rural producers: potential impacts due to changes by Law No. 14,112/2020*. 2023. 120 f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito, Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (PUC-SP), São Paulo, 2023. p. 26.

MERCADO de títulos agrícolas cresce 28% em 12 meses. *UOL Notícias*, 16 fev. 2025. Disponível em: <https://noticias.uol.com.br>. Acesso em: 16 jun. 2025.

RAMUNNO, Pedro Alves Lavacchini. Um Panorama sobre o Seguro Agrícola no Brasil: Histórico, Características e Tendência ao Insucesso. *Revista de Direito Empresarial* | vol. 8/2015 | p. 17 - 42 | Mar - Abr / 2015 DTR\2015\2763, p. 13.

SERASA EXPERIAN. *Indicador de Falências e Recuperações: 2023 e 2024*. São Paulo: Serasa, 2024. Disponível em: <https://www.serasaexperian.com.br>. Acesso em: 16 jun. 2025.

SERASA EXPERIAN. *Indicador de Falências e Recuperações: março de 2024*. São Paulo: Serasa, 2024. Disponível em: <https://www.serasaexperian.com.br>. Acesso em: 16 jun. 2025.

SOUZA, Loraine Aparecida de Castro; LOPES, Rodrigo Fernando. Recuperação judicial em atividades do agronegócio. *Revista Rumos: da pesquisa em ciências empresariais, ciências do Estado e tecnologia*, Patrocínio, v. 1, n. 6, p. 269-287, abr. 2022. DOI: <http://dx.doi.org/10.17648/2525-278Xv1n6-3>. p. 270-275.

STJ. *RenMan no REsp: 1800032 MT 2019/0050498-5*, Relator: Ministro Raul Araújo. Data de Publicação: DJ 06/03/2020.

VBSO. *Análise do comportamento da recuperação judicial no agronegócio: 1º trimestre de 2025*. São Paulo: VBSO, abr. 2025. Disponível em: <https://www.vbso.com.br>. Acesso em: 16 jun. 2025.

VIEIRA, Pedro Abel; CONTINI, Elísio. Reputação do agronegócio brasileiro: o novo desafio das exportações. *Revista de Política Agrícola*, Ano XXVII, n. 4, p. 5-7, out./nov./dez. 2018.

WILLIAMSON, Oliver E. *The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting*. New York: Free Press; London: Collier Macmillan, 1985. Disponível em: https://archive.org/details/economicinstitut0000will_h6n2. Acesso em: 16 jun. 2025.

ZYLBERSZTAJN, Decio; SZTAJN, Rachel (Coord.). *Direito e economia: análise econômica do Direito e das organizações*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005. p. 170.

ANÁLISE DA RESPONSABILIDADE SOCIAL CORPORATIVA NA LEI DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS DE FUTEBOL: FUTEBOL, SOCIEDADE E O PDE

ANALYSIS OF CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY IN THE LAW OF FOOTBALL CORPORATIONS: FOOTBALL, SOCIETY, AND THE PDE

Felix Chiaradia Maule (Universidade de São Paulo – USP)²⁰⁵

Resumo: o objetivo do presente artigo é avaliar a existência e suficiência de normas para regulação de práticas de Responsabilidade Social Corporativa (RSC) no âmbito do futebol. A hipótese levantada é que a Lei das Sociedades Anônimas de Futebol (SAF), embora represente avanço no trato da questão por estabelecer a obrigação legal do Programa de Desenvolvimento Educacional e Social (PDE), possui caráter meramente programático e veicula disposições destituídas de eficácia. Para tanto, procedeu-se à análise do conceito de Governança Corporativa e Responsabilidade Social, traçou-se o retrospecto da história do futebol e de sua relação com a sociedade, e do surgimento das práticas sociais. Em razão da escassez de material doutrinário sobre o tema, foi efetuada pesquisa empírica, consistente em levantamento de práticas de responsabilidade social corporativa que estão sendo implementadas pelos clubes e SAF, mediante consulta aos sítios eletrônicos destes, e foram realizadas entrevistas com representantes dos clubes e SAF que participaram das edições de 2023 e 2024 da primeira divisão do campeonato brasileiro de futebol. Foi observado que todos os principais times realizam práticas de RSC, priorizando ações sociais, e incluindo algumas iniciativas esparsas

²⁰⁵ Advogado formado em 2024 pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (FDUSP). Atua com foco em operações de M&A, consultoria societária e regulação de apostas de quota fixa, com áreas de interesse que incluem governança corporativa, direito societário, direito contratual e direito desportivo. Desde 2022, integra o Pinheiro Neto Advogados, após experiência prévia no escritório internacional Norton Rose Fulbright. É fluente em inglês e alemão, possui nível intermediário em espanhol e conhecimentos básicos de mandarim.

voltadas à sustentabilidade. Todavia, a divulgação dessas práticas é limitada, dificultando o acesso dos *stakeholders* às informações. O PDE trouxe inovações jurídicas, mas ainda não é amplamente cumprido pelas SAF, possivelmente devido à falta de parâmetros de investimento e mecanismos de fiscalização – comprovando a hipótese levantada.

Palavras-chave: Responsabilidade Social Corporativa, Sociedades Anônimas do Futebol, Programa de Desenvolvimento Educacional e Social, *Stakeholders*, Futebol, História, Sociedade.

Abstract: the purpose of this article is to assess the existence and adequacy of regulations governing Corporate Social Responsibility (CSR) practices within the scope of football. The hypothesis raised is that the Football Corporations Law (SAF), while representing progress by establishing the legal obligation of the Educational and Social Development Program (PDE), is merely programmatic in nature and contains provisions lacking efficacy. To this end, the study analyzes the concepts of Corporate Governance and Social Responsibility, traces the history of football and its relationship with society, and explores the emergence of social practices. Due to the lack of doctrinal material on the topic, empirical research was conducted, involving a survey of CSR practices being implemented by clubs and SAF, through consultation of their websites, as well as interviews with representatives from clubs and SAF that participated in the 2023 and 2024 editions of the Brazilian football league's first division. It was observed that all the major teams engage in CSR practices, prioritizing social actions, with some scattered initiatives focused on sustainability. However, the disclosure of these practices is limited, making it difficult for stakeholders to access information. The PDE introduced legal innovations, but it is still not widely adhered to by the SAF, possibly due to the lack of investment parameters and oversight mechanisms – confirming the hypothesis initially raised.

Keywords: Corporate Social Responsibility, Football Corporations, Educational and Social Development Program, *Stakeholders*, Football, History, Society.

Sumário: 1. Introdução. 2. Governança e responsabilidade social. 2.1. Governança corporativa. 2.2. Responsabilidade social corporativa e ESG. 3. Futebol e responsabilidade social. 3.1. Futebol e sociedade: retrospecto histórico e evolução. 3.2. Análise da literatura sobre RSC e futebol. 4. Futebol, a lei brasileira e a RSC. 4.1. Contextualização. 4.2. As associações e o futebol. 4.3. Clube-empresa: evolução legislativa. 4.4. A responsabilidade corporativa na Lei das SAF: o PDE. 5. Análise empírica. 5.1 Objetivo da análise e metodologia. 6. Conclusões.

1. INTRODUÇÃO

O presente artigo aborda o tema da Responsabilidade Corporativa Social (“RSC”) na Lei das Sociedades Anônimas de Futebol (“Lei das SAF”). Buscaremos compreender se há, no Brasil, legislação que efetivamente regule as práticas de RSC no âmbito do futebol.

A hipótese levantada é que a Lei das SAF, por meio do Programa de Desenvolvimento Educacional e Social (“PDE”), embora represente avanço no trato da questão, apresenta lacunas, e, para além do caráter meramente programático, trouxe disposições destituídas de resultado efetivo, o que compromete a plena eficácia da contrapartida social das SAF.

Para articular esse raciocínio, após abordarmos teoria e legislação a respeito da RSC no futebol, tendo em vista as limitações detectadas de escassez de literatura e dispersão de dados, adotamos metodologia de pesquisa empírica, em que a hipótese foi testada por meio de investigação junto a sítios eletrônicos de clubes e SAF e realização de entrevistas com representantes dos times de futebol.

Inicialmente, discorremos sobre os conceitos de Governança Corporativa, Responsabilidade Social, e ESG.

Em seguida, tratamos da relação entre futebol e Responsabilidade Social Corporativa.

Após, examinamos a evolução da organização do futebol no cenário nacional, abordando as problemáticas inerentes ao modelo tradicional associativo dos clubes, e as tentativas de modernização que culminaram na Lei das SAF. Sobretudo, focalizamos o PDE, em que foram articuladas medidas de Responsabilidade Social das SAF, traçando críticas.

Em sequência, em pesquisa junto aos sítios eletrônicos dos clubes e SAF mais relevantes do futebol brasileiro, buscamos mapear as iniciativas e práticas referentes à RSC.

Como forma de aprofundar a compreensão acerca da cultura de responsabilidade social nos times de futebol, optou-se pela realização de entrevistas com representantes dos clubes e SAF. Nesse passo, importante sinalizar desde logo as limitações metodológicas substanciais com que nos deparamos, pois, a despeito dos esforços empreendidos para ampliar o leque de entrevistados, houve baixa adesão e o espaço de amostragem se revelou estreito.

Por fim, o artigo é concluído com a apresentação de um diagnóstico do cenário atual da aplicação de práticas de RSC pelos times de futebol brasileiros, averiguando se a hipótese originalmente pensada se concretiza.

2. GOVERNANÇA E RESPONSABILIDADE SOCIAL

2.1. GOVERNANÇA CORPORATIVA

O conceito de Governança Corporativa é amplo e divergente na doutrina. Neste artigo, adota-se o conceito realista, desenvolvido por Portugal Gouveia, fundamentado na denominada teoria jurídica do poder, porque focaliza a perspectiva social da Governança. Na abordagem realista, a governança corporativa seria:

“(...) a análise do exercício do poder de controle de pessoas jurídicas ou estruturas jurídicas equiparadas a pessoas jurídicas em que exista necessidade de que

o patrimônio de terceiros seja administrado com um propósito definido.”²⁰⁶

A partir deste conceito, passa-se ao estudo da Responsabilidade Social, partindo das temáticas de Responsabilidade Social Corporativa (“RSC”) e ESG.

2.2 RESPONSABILIDADE SOCIAL CORPORATIVA E ESG

2.2.1 RESPONSABILIDADE SOCIAL CORPORATIVA

A RSC ganhou destaque no cenário empresarial contemporâneo, em que as expectativas transcendem a geração de valor econômico, incluindo promoção do bem-estar social, econômico e ambiental.

Eric Chaffee²⁰⁷ identifica origens de RSC na Antiguidade, com os primeiros asilos, orfanatos, hospitais, e sua evolução para instituições filantrópicas de sociedades industrializadas da Idade Contemporânea. O termo RSC se popularizou na segunda metade do século XX, conforme exposto por Archie Carroll.²⁰⁸ Atualmente, prioriza-se a implementação e estratégias de aplicação da RSC.²⁰⁹

Não há consenso doutrinário quanto à definição de RSC. Neste artigo, adota-se conceito baseado nas construções de Archie Carroll,²¹⁰ de que empresas possuem responsabilidades econômicas,

206 PORTUGAL GOUVÊA, Carlos. **A Estrutura da Governança Corporativa**. 1 ed. São Paulo: Quartier Latin, 2022, p.103

207 CHAFFEE, Eric C. The origins of corporate social responsibility. **University of Cincinnati Law Review**, Cincinnati. v. 85, 2017, p. 351.

208 CARROLL, Archie B. A history of corporate social responsibility: Concepts and practices. In: CRANE, *et al.* **The Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility**. New York: Oxford University Press, 2008, p. 26.

209 CHANDLER, David. **Strategic corporate social responsibility**: Sustainable value creation. Thousand Oaks: Sage Publications, v. 4, 2016, p. xxvii.

210 CARROLL, Archie B. A three-dimensional conceptual model of corporate performance. **Academy of management review**, Valhalla: Academy of Management, v. 4, n. 4, 1979, p. 500.

legais, éticas e filantrópica, e de Porter e Kramer,²¹¹ de que existe interdependência entre sucesso econômico das empresas e o bem-estar das comunidades. Compreende-se a RSC, pois, como a responsabilidade das organizações em alinhar objetivos econômicos, sociais e éticos em conjunto, reconhecendo a interdependência destes e impacto na sociedade.

2.2.2 ESG

As práticas ESG representam evolução no pensamento empresarial como resposta às demandas por responsabilidade corporativa e têm atraído forte destaque midiático. O acrônimo foi criado em 2004 no relatório *Who Cares Wins: Connecting Financial Markets to a Changing World*,²¹² - Quem Cuida Ganha: Conectando Mercado Financeiro a um Mundo em Mudança, da Organização das Nações Unidas (“ONU”), e significa *Environmental, Social, Governance* – ou Ambiental, Social e Governança, na tradução literal.²¹³

Em linhas gerais, as práticas ESG visam atender às demandas dos *stakeholders* para desenvolvimento socioeconômico mais sustentável, e levariam a mudança de longo prazo no mercado, pois empresas que as assimilam tendem a atrair mais investimentos e consumidores conscientes, enquanto as que não o fazem tendem a perder relevância.

211 PORTER, Michael E. *et al.* The link between competitive advantage and corporate social responsibility. **Harvard business review**, Brighton: Harvard Business Publishing, v. 84, n. 12, 2006, p. 82.

212 THE GLOBAL COMPACT. **Who Cares Wins: Connecting Financial Markets to a Changing World**. New York: United Nations, 2004, p.11 . Disponível em <https://www.unepfi.org/fileadmin/events/2004/stocks/who_cares_wins_global_compact_2004.pdf>. Acesso em 19 de abril de 2024.

213 Aqui cabe um breve comentário – a tradução literal da sigla é criticada por Portugal Gouvêa, que prefere traduzi-la como “governança socioambiental”, por entender que separar em três faces leva a uma equivocada compreensão do conceito, pois na verdade todas elas caminham juntas, sem que uma prevaleça sobre as demais.

Embora RSC e ESG sejam semelhantes quanto às preocupações socioambientais, Stuart Gillan, Andrew Koch e Laura Starks²¹⁴ observam que ESG inclui investidores e trata governança explicitamente, enquanto RSC foca nas empresas e aborda governança indiretamente.

No presente artigo, adota-se a terminologia RSC, por enfatizar o aspecto social, proeminente no futebol.

3. FUTEBOL E RESPONSABILIDADE SOCIAL

3.1. FUTEBOL E SOCIEDADE: RETROSPECTO HISTÓRICO E EVOLUÇÃO

O futebol moderno surgiu em 1863,²¹⁵ na Inglaterra, com a criação da Football Association. Inicialmente restrito às elites,²¹⁶ expandiu-se às classes trabalhadoras, profissionalizando-se a partir de 1883,²¹⁷ e acabou se tornando culto proletário de massa, na observação de Hobsbawm,²¹⁸ desempenhando a função de afirmação nacional, apontada pelo autor.²¹⁹

No Brasil, o esporte foi introduzido em 1895 por Charles Miller, também inicialmente limitado às elites e marcado pela exclusão racial,²²⁰ até posterior profissionalização e popularização, que

214 GILLAN, Stuart L.; KOCH, Andrew; STARKS, Laura T. Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance. **Journal of Corporate Finance**, Amsterdã: Elsevier, v. 66, 2021, p. 2.

215 THEFA.COM. **The History of the FA**. TheFA.com, 2016. Disponível em <<https://www.thefa.com/about-football-association/what-we-do/history>>. Acesso em 27 de maio de 2024.

216 HOBSBAWM, Eric e RANGER, Terence (org.). **A invenção das tradições**. 2a ed., São Paulo: Paz e Terra, , Cap. 7, 2012, p. 365.

217 FIFA.COM. **History of Football - The Global Growth**. 2013. Disponível em <<https://web.archive.org/web/20130328222150/http://www.fifa.com/classicfootball/history/the-game/global-growth.html>>. Acesso em: 01 de maio de 2024.

218 HOBSBAWM, Eric e RANGER, Terence (org.). **A invenção das tradições**. 2a ed., São Paulo, Paz e Terra, Cap. 7, 2012, p. 365.

219 HOBSBAWM, Eric. **Nações e Nacionalismo desde 1870**: programa, mito e realidade. 1 ed. São Paulo, Paz e Terra, 1991, p. 170-171.

220 FILHO, Mario. **Blacks in Brazilian Football**. 1. Ed. 9., Brasília: Ministério do Esporte, 2014, p. 267.

aumentou a inclusão racial, conforme Mário Filho,²²¹ e, sobretudo após a conquista da Copa de 1958, consolidou-se como símbolo de identidade nacional, retratado por Nélson Rodrigues²²² como “pátria de chuteiras”. A partir da segunda metade do século XX, passou a ser instrumento de *soft power*,²²³ projetando a cultura e identidade brasileiras internacionalmente.

Por outro lado, internamente, o futebol exerce forte impacto social, especialmente nas famílias dos atletas, em regra oriundos das camadas menos favorecidas da população.

A formação de atletas envolve sacrifícios intensos destes e suas famílias, coarctadas a direcionar todos os esforços à rara oportunidade de ascensão social que a chance de uma carreira bem-sucedida no futebol representa. O desenvolvimento do atleta coincide com o período de formação escolar e profissional, porém, é sabido que a probabilidade de sucesso de atleta profissional é de apenas 1,5%²²⁴, razão pela qual os times precisam assumir responsabilidades em relação aos atletas e suas famílias, para conciliar formação esportiva e educacional, e garantir alternativas profissionais àqueles que não forem absorvidos pelo mercado de futebol.

221 Ibid

222 RODRIGUES, Nelson. **À sombra das chuteiras imortais:** crônicas de futebol. Nelson Rodrigues; seleção e notas Ruy Castro. 1 ed. São Paulo: Companhia das Letras, 1993, p. 114.

223 GRIX, Jonathan; BRANNAGAN, Paul Michael; HOULIHAN, Barrie. Interrogating states' soft power strategies: A case study of sports mega-events in Brazil and the UK. In: **Challenges to Emerging and Established Powers:** Brazil, the United Kingdom and Global Order. Oxon: Routledge, 2017, p. 2.

224 CARDOSO, Júlio César. **Quais as chances de se tornar jogador de futebol?** Futdados.com. 2023. Disponível em: <<https://futdados.com/quais-as-chances-se-tornar-jogador-de-futebol/>>. Acesso em 21 de outubro de 2024.

3.2. ANÁLISE DA LITERATURA SOBRE A RSC E FUTEBOL

3.2.1. CONSIDERAÇÕES INICIAIS

O conceito de *stakeholder* é definido por Robert Edward Freeman²²⁵ como qualquer grupo ou indivíduo que possa afetar ou ser afetado pelos objetivos de uma organização. No âmbito do futebol, Benoit Senaux²²⁶ elenca como *stakeholders* os clubes, acionistas, jogadores, ligas, federações, autoridades locais, televisão, patrocinadores e torcedores.

É complexa a aplicação da RSC aos clubes de futebol, em razão de particularidades da relação entre os clubes de futebol e os torcedores, enquanto *stakeholders* chave. Hamil *et al*²²⁷ destacam que a singularidade desta relação deriva dos seguintes fatores: (i) o objetivo dual de sucesso esportivo e viabilidade financeira gera apostas arriscadas; (ii) os torcedores distinguem-se de consumidores comuns, pois contribuem financeiramente para a sustentabilidade dos clubes e fortalecem os laços com a comunidade local por meio de suas associações (iii) a natureza competitiva do futebol favorece grandes clubes, perpetuando concentração de poder e receita.

O alto custo do futebol afasta torcedores tradicionais, que não conseguem acessar estádios ou produtos licenciados e perdem espaço nas decisões dos clubes, o que enfraquece sua identidade. Garcia e Welfort²²⁸ defendem que o incremento da participação dos torcedores na governança dos clubes pode fortalecê-los, embora reconheçam

225 FREEMAN, Robert Edward. **Strategic Management - A Stakeholder Approach**. 1 ed. Marshfield; Pitman Publishing, 1984, p. 46.

226 SENAUX, Benoit. A stakeholder approach to football club governance. **International Journal of Sport Management and Marketing**, Genebra: InderScience, v. 4, n. 1, 2008, p. 7-12.

227 HAMIL, Sean *et al*. The corporate governance of professional football clubs. Corporate Governance: **The international journal of business in society**, Leeds: Emerald Publishing, v. 4, n. 2, 2004, p. 44.

228 GARCÍA, Borja; WELFORD, Jo. Supporters and football governance, from customers to stakeholders: A literature review and agenda for research. **Sport Management Review**, Amsterdã: Elsevier, v. 18, n. 4, 2015, p. 525-526.

dificuldades para alcançar consenso entre as torcidas e garantir a estas mecanismos de participação.

Dietl e Franck²²⁹ aduzem que a implementação de práticas de governança e responsabilidade social merece criteriosa análise. Observam que o futebol alemão é dotado de uma espécie de cláusula pétrea no estatuto da DFL,²³⁰ entidade que opera o licenciamento das duas primeiras divisões do campeonato alemão, garantindo às associações de torcedores controle sobre os clubes, por meio da regra do “50% + 1” da DFL,²³¹ mas reconhecem a existência de vácuos de governança devido à heterogeneidade das torcidas, e a falhas no sistema de licenciamentos, que possibilitam manobras políticas e contábeis.

Jäger e Fifka²³² destacam que a aplicação da RSC depende do contexto institucional, e exemplificam que na Inglaterra, em que há autorregulamentação horizontal, a RSC é definida por cada clube, resultando em destaques para iniciativas direcionadas às comunidades locais. Já na Alemanha, em que há autorregulamentação vertical, as iniciativas são mais holísticas, voltadas aos aspectos ambientais, sociais, econômicos, trabalhistas, além de ser mais branda, em função da necessidade de se alinhar às administração dos clubes.

229 DIETL, Helmut; FRANCK, Egon. *Governance Failure and Financial Crisis in German Football. Journal of Sports Economics*, Thousand Oaks: SAGE Publications, Vol .8, N. 6, Dezembro, 2007, p. 665-666.

230 Statutes of DFL Deutsche Fussball Liga e.V. Disponível em: <<https://www.dfl.de/de/ueber-uns/statuten/>>. Acesso em: 31 de abril de 2024.

231 Existem algumas exceções: alguns clubes, como Bayer 04 Leverkusen e VfL Wolfsburg são clubes historicamente detidos pelas empresas Bayer e Volkswagen, respectivamente, e assim, são isentos de seguir essa regra. O RB Leipzig também não segue essa regra. Conforme: BUNDESLIGA. *Explaining the Bundesliga's 50+1 Rule*. Bundesliga, 2023. Disponível em: <<https://www.bundesliga.com/en/faq/what-are-the-rules-and-regulations-of-soccer/50-1-fifty-plus-one-german-football-soccer-rule-explained-ownership-22832>>. Acesso em 31 de abril de 2024.

232 JÄGER, Johannes; FIFKA, Matthias. A comparative study of corporate social responsibility in English and German professional football. *Soccer & Society*, Milton Park: Taylor & Francis, v. 21, n. 7, 2020, p. 808-809.

3.2.2.MECANISMOS DE APLICAÇÃO DA RSC

A adoção de práticas de Responsabilidade Social Corporativa (RSC) em clubes de futebol tem se tornado cada vez mais relevante, refletindo o papel social do esporte e contribuindo para a sustentabilidade e engajamento das comunidades.

Em estudo original que analisou estágios de desenvolvimento de práticas RSC em clubes de futebol escoceses, Kolyperas, Morrow e Sparks²³³ identificam as seguintes etapas de desenvolvimento da RSC: (i) Voluntarismo, caracterizado por práticas informais, pontuais, sem planejamento estratégico; (ii) Regulação, com formalização das políticas, convertendo-se em obrigações legais; (iii) Socialização, em que se avança para o engajamento da comunidade; (iv) Corporatização, em que ocorre integração da RSC nas operações do clube e se estabelecem metas e objetivos específicos; (v) Separação, em que as atividades passam a ser geridas por entidades independentes, como fundações ou trustes e (vi) Integração, em que a RSC é absorvida em todos os níveis organizacionais, alinhando-se aos objetivos comerciais e estratégicos do clube. Tal enunciação pode servir como referência para outros países, inclusive o Brasil,²³⁴ ainda que algumas modulações sejam necessárias. A compreensão do estágio de evolução das práticas RSC pode orientar mudanças visando maior efetividade.

Argyro Elisavet Manoli²³⁵ aduz que a promoção de práticas RSC na indústria do futebol pode se dar por diferentes estratégias: divulgação de demonstrações financeiras, canais próprios do clube, mídias sociais e tradicionais, entre outras.

São detectados dois principais escopos de atuação no tocante à aplicação das práticas de RSC nos clubes de futebol: i) práticas ligadas

²³³ KOLYPERAS, Dimitrios; MORROW, Stephen; SPARKS, Leigh. Developing CSR in professional football clubs: drivers and phases. **Corporate Governance**, Leeds: Emerald Publishing, v. 15, n. 2, 2015, p. 189-190.

²³⁴ Ibid, p. 192

²³⁵ MANOLI, Argyro Elisavet. Promoting corporate social responsibility in the football industry. **Journal of Promotion Management**, Milton Park: Taylor & Francis, v. 21, n. 3, 2015, p. 345-346.

aos impactos sociais que os clubes possuem em suas respectivas comunidades; ii) práticas voltadas às questões de sustentabilidade. De acordo com Ráthony-Ódor *et al.*,²³⁶ o primeiro escopo prevalece sobre o segundo, possivelmente em razão dos laços entre futebol e comunidade, bem como ao potencial dos clubes de futebol para promover objetivos políticos mais amplos.

Algumas iniciativas voltadas à sustentabilidade têm sido notadas, e podem representar tendência. O caso do clube espanhol Real Bétis Balompié é emblemático.²³⁷ O clube iniciou sua trajetória com patrocínio da Green Earth, focado na proteção de florestas, e depois firmou parcerias com a ONU no programa *Climate Change Now*. Posteriormente, sediou eventos sobre mudanças climáticas e assinou acordos para reduzir sua pegada de carbono. Lançou ainda o programa *Forever Green*, atuando em reciclagem, mobilidade sustentável, mudanças climáticas, meio ambiente e natureza.²³⁸ A iniciativa gerou valor aos *stakeholders*, porém é necessário cautela para evitar *greenwashing* e garantir que as ações de RSC sejam efetivas.²³⁹

Já as práticas sociais encontram-se bem mais difundidas no contexto do futebol, conforme apontado por Ráthony-Ódor *et al.*,²⁴⁰ que identificaram que todos os vinte clubes ingleses que disputaram a primeira divisão na temporada 2018/19 desenvolveram programas educacionais, socioculturais e voltados ao esporte e à saúde, e dezoito implementaram iniciativas filantrópicas próprias. Na mesma linha,

²³⁶ RÁTHONYI-ÓDOR, Kinga *et al.* How successful are the teams of the European football elite off the field?—CSR activities of the Premier League and the Primera División. **International Journal of Environmental Research and Public Health**, v. 17, n. 20, 2020, p. 22.

²³⁷ LOBILLO MORA, Gema; GINESTA, Xavier; DE ASN EUGENIO VELA, Jordi. Corporate social responsibility and football clubs: The value of environmental sustainability as a basis for the rebranding of Real Betis Balompié in Spain. **Sustainability**, v. 13, n. 24, 2021, p. 1-2.

²³⁸ Ibid, p. 8.

²³⁹ Ibid, p. 12.

²⁴⁰ RÁTHONYI-ÓDOR, Kinga *et al.* How successful are the teams of the European football elite off the field? — CSR activities of the Premier League and the Primera División. International **Journal of Environmental Research and Public Health**, Basileia: MDPI, v. 17, n. 20, 2020, p. 12-13.

no contexto espanhol, todos os vinte clubes possuíam programas centrados no esporte e na saúde, e dezenove clubes possuíam programas educacionais, socioeconômicos e filantrópicos.

Stott *et al*²⁴¹ analisam o papel dos *Supporter Liaison Officers* (“SLOs”) – Diretores de Ligação com Torcedores²⁴² no futebol sueco, que, ao criar um canal eficaz de comunicação entre torcedores, clubes e polícia, previniram conflitos e incorporaram a segurança pública como responsabilidade social. O funcionamento dos SLOs varia conforme o contexto. Na Suécia, marcada por torcidas *ultras* e vestígios de hooliganismo, o foco é o diálogo para prevenir conflitos. No futebol inglês, a função está mais ligada ao marketing dos clubes.²⁴³ A experiência indica que a previsão de cargo semelhante no Brasil poderia reduzir a violência nos estádios, questão tradicionalmente delegada ao Poder Público, ampliando assim a RSC dos clubes.²⁴⁴

4. O FUTEBOL, A LEI BRASILEIRA E A RSC

4.1. CONTEXTUALIZAÇÃO

O futebol brasileiro consolidou-se historicamente como a seleção mais vitoriosa em Copas do Mundo, exercendo protagonismo global.

Porém, a partir da década de 1990, o futebol europeu tornou-se altamente comercial, impulsionado por TV e patrocínios. A criação da Premier League, que garantiu sustentabilidade financeira aos

²⁴¹ STOTT, Clifford *et al*. The value of Supporter Liaison Officers (SLOs) in fan dialogue, conflict, governance and football crowd management in Sweden. **Soccer & society**, Leeds: Taylor & Francis, v. 21, n. 2, 2020, p. 196-198.

²⁴² Tradução livre.

²⁴³ STOTT, Clifford *et al*. The value of Supporter Liaison Officers (SLOs) in fan dialogue, conflict, governance and football crowd management in Sweden. **Soccer & society**, Leeds: Taylor & Francis, v. 21, n. 2, 2020, p. 198.

²⁴⁴ CATTO, Leonardo. **Violência precede futebol e punição não pode ser único caminho, dizem especialistas**. Estadão, São Paulo, 03 de março de 2024. Disponível em: <<https://www.estadao.com.br/esportes/futebol/violencia-precede-futebol-e-punicao-nao-pode-ser-unico-caminho-dizem-especialistas-npres/>>. Acesso em 16 de outubro de 2024.

clubes, e a decisão do caso Bosman em 1995,²⁴⁵ que assegurou a livre transferência de jogadores sem contrato, remodelaram equilíbrio de forças no futebol e favoreceram gestão mais profissional, fortalecendo clubes ingleses e europeus.

O Brasil não acompanhou imediatamente essas mudanças, por diversas razões, entre as quais a desvalorização da moeda,²⁴⁶ a confiança decorrente do sucesso anterior e a manutenção do modelo associativo tradicional, pouco profissionalizado, o que acabou por contribuir para a intensificação da migração de atletas brasileiros para o exterior, comprometendo a qualidade técnica das competições nacionais e refletindo inclusive no desempenho da seleção, que não conquista a Copa do Mundo desde 2002.

Para superar esse quadro foram discutidas propostas de modernização, como a criação de uma liga nacional nos moldes europeus, exemplificada pelas iniciativas da Liga do Futebol Brasileiro (“Libra”) e da Liga Forte Futebol (“LFF”),²⁴⁷ que devem ser implementadas até o final da década de 2020.

De outro giro, a reorganização estrutural dos clubes ganhou relevo com a criação de novo tipo societário na figura das Sociedades Anônimas de Futebol (“SAF”), veiculada pela Lei nº 14.193/2021 (“Lei das SAF”), que se mostra quicá como a principal temática no futebol brasileiro contemporâneo.

245 ANTONIONI, Peter; CUBBIN, John. The Bosman ruling and the emergence of a single market in soccer talent. *European journal of law and economics*, Dordrecht: Springer, v. 9, 2000, p. 1-2.

246 ROCHA, Daniel. **Real completa 29 anos: veja quanto vale hoje R\$ 100 de 1994.** Estadão, São Paulo, 03 de julho de 2023. Disponível em: <<https://einvestidor.estadao.com.br/comportamento/real-29-anos-quanto-vale-100-hoje/>>. Acesso em: 26 de abril de 2024.

247 CAPELO, Rodrigo. Racha entre Libra e Forte expõe futebol a risco de receitas abaixo do potencial (...). **Globoesporte.com**. 2023. Disponível em <<https://ge.globo.com/negocios-do-esporte/noticia/2023/10/19/racha-entre-libra-e-forte-expoe-futebol-a-risco-de-receitas-abixo-do-potencial-e-desequilibrio-financeiro-entre-clubes-entenda.ghtml>>. Acesso em 25 de maio de 2024.

4.2. AS ASSOCIAÇÕES E O FUTEBOL

Desde os primórdios do futebol no Brasil, os clubes de futebol organizaram-se como associações sem fins lucrativos, em razão do seu caráter inicialmente amador.²⁴⁸

Embora o futebol paulatinamente tenha se transformado no esporte mais popular do mundo, marcado por elevado profissionalismo, competitividade e mercantilização, os clubes brasileiros permaneceram vinculados ao modelo associativo, regulado pelo Código Civil, com fins não econômicos, o que não se compatibiliza com a lógica atual do futebol, e apresenta os seguintes problemas, detectados por José Francisco Manssur:²⁴⁹ i) impossibilidade de captação de investimentos de *equity* por parte de associações; ii) ausência de segurança jurídica, em virtude da escassa regulamentação quanto à responsabilidade fiscal; e iii) viés político e não meritocrático ou empresarial das associações, o que favorece o acúmulo de dívidas insanáveis.

Diante disso, emergiu a necessidade de um tipo societário específico, o que, para parte da doutrina, foi viabilizado com as Sociedades Anônimas do Futebol (SAF). Contudo, a Lei nº 14.193/2021 não constitui a primeira tentativa de profissionalizar a gestão dos clubes, questão que será analisada em seguida.

4.3. CLUBE-EMPRESA: EVOLUÇÃO LEGISLATIVA

Durante os anos 1990, o legislador brasileiro buscou modernizar o esporte nacional por meio da Lei 8.672/1993 (“Lei Zico”) e da Lei 9.615/1998 (“Lei Pelé”).

248 MANSSUR, José Francisco. Futebol Brasileiro: De Patrimônio Cultural a Segmento Econômico. A saga do “País do Futebol” pela busca do desenvolvimento e da volta ao protagonismo mundial - Do clube-associação à Sociedade Anônima de Futebol. In: FRAZÃO, Ana; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; CAMPINHO, Sérgio. **Direito Empresarial e Suas Interfaces** - Homenagem a Fábio Ulhoa Coelho. São Paulo: Quartier Latin, 2022, p. 51.

249 Ibid, p. 54-56.

A Lei Zico criou a figura do clube-empresa em seu artigo 11, que permitia que entidades esportivas assumissem natureza societária com fins lucrativos, para ampliar acesso das entidades esportivas a recursos financeiros e incentivar estruturas administrativas mais eficientes. Entretanto, ela logo foi substituída pela Lei Pelé, de 1998, que, visando profissionalização e incremento de competitividade, previa a obrigatoriedade da transformação de clubes em clubes-empresa no prazo de dois anos,²⁵⁰ exigência que caiu com a Lei 9.981/2000 (“Lei Maguito Vilela”), e posteriormente retornou com a MP nº 79/2002, sendo novamente derrubada pela Lei 10.672/2003.

Rodrigo R. Monteiro de Castro argumenta que o modelo do clube-empresa falhou essencialmente por ser formalista, sem instrumentos adequados de legitimação e organização sistêmica.²⁵¹ Fato é que tais diplomas não conseguiram assegurar segurança jurídica necessária à profissionalização do esporte no país.

Partindo desse ponto, Rodrigo R. Monteiro de Castro²⁵² e José Francisco Manssur²⁵³ argumentam que a SAF seria mais adequada à modernização do futebol, por trazer regras específicas à realidade do futebol e permitir aplicação subsidiária da Lei 6.404/76 (“Lei das S.A.”), garantindo segurança jurídica aos investidores. Entretanto, Portugal Gouvêa²⁵⁴ lembra que mesmo antes da Lei das SAF, inexistia

250 ISFER, Henrique Roth; PERALTA, Maria Fernanda Mouchbahani. A Sociedade Anônima do Futebol: Contexto, Inovações e Problemas Práticos. In: OSNA, Gustavo; OSNA, Mayara Roth Isfer. **Direito Empresarial em Perspectiva** - Estudos em Homenagem ao Professor Edson Isfer. Londrina: Thoth, 2022, p. 153.

251 CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de. (Org.). **Comentários à Lei Da Sociedade Anônima de Futebol**: Lei N°14.193/2021. 1. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 63.

252 Ibid, p. 64.

253 MANSSUR, José Francisco. Futebol Brasileiro: De Patrimônio Cultural a Segmento Econômico. A saga do “País do Futebol” pela busca do desenvolvimento e da volta ao protagonismo mundial - Do clube-associação à Sociedade Anônima de Futebol. In: FRAZÃO, Ana; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; CAMPINHO, Sérgio. **Direito Empresarial e Suas Interfaces** - Homenagem a Fábio Ulhoa Coelho. São Paulo: Quartier Latin, v. 4 2022, p. 61-62.

254 PORTUGAL GOUVÉA, Carlos. **Sociedade anônima do futebol: uma modernização pela metade**. Jota.info, 2021. Disponível em: <<https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/sociedade-anonima-do-futebol-uma-modernizacao-pela-metade-16092021>>. Acesso em: 09 de fevereiro de 2024.

impedimento legal para que clubes se organizassem como sociedades empresárias, tanto assim que o clube Red Bull Bragantino, da primeira divisão do futebol brasileiro, adotou a forma de sociedade limitada.

4.4. RESPONSABILIDADE SOCIAL NA LEI DAS SAF: O PDE

4.4.1. ESTRUTURA DO PDE

A Lei das SAF institui o Programa de Desenvolvimento Educacional e Social (“PDE”), para, na dicção de seu artigo 28, “*em convênio com instituições públicas de ensino, promover o desenvolvimento da educação por meio do futebol e do futebol por meio da educação*”.

O PDE constitui uma contrapartida para assegurar formação²⁵⁵ acadêmica aos jovens jogadores, considerando que, conforme exposto no item 3.1, apenas parcela mínima de jovens atletas se profissionaliza, e a maioria recebe salários inferiores a R\$1.000,00.²⁵⁶

O parágrafo primeiro do artigo 28 veicula um rol exemplificativo de investimentos no âmbito do PDE. O parágrafo segundo do mesmo artigo condiciona a participação do convênio com as SAF à matrícula regular e frequência assídua do jovem a instituição de ensino conveniada; e o parágrafo terceiro garante igualdade de oportunidades entre meninas e meninos. O artigo 29 estabelece a obrigatoriedade de oferecimento pelas SAF aos atletas instalados em seus alojamentos de condições adequadas, monitor responsável, convivência familiar, atividades culturais, lazer e, se desejado, assistência religiosa. Por fim, o artigo 30 veicula a possibilidade de que as SAF captem recursos incentivados, inclusive pela Lei nº 11.438/2006 (“Lei de Incentivo ao Esporte”).

255 CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de. **Futebol e Governança**. 1 ed. São Paulo: Migalhas, 2018, p. 113.

256 KAMPFF, Andre. **Copinha: números escancaram realidade difícil que não pode ser esquecida**. Uol.com.br, 2023. Disponível em: <<https://www.uol.com.br/esporte/columnas/lei-em-campo/2023/01/24/copinha-numeros-escancaram-realidade-dificil-que-nao-pode-ser-esquecida.htm>>. Acesso em 26 de junho de 2024.

4.4.2.COMENTÁRIOS E CRÍTICAS

O PDE é obrigatório e não facultativo, o que é louvável. Porém, Tácio Lacerda Gama e Rodrigo Monteiro de Castro²⁵⁷ observam que foi retirado o incentivo fiscal previsto no projeto originário, que permitiria às SAF deduzir o dobro dos gastos realizados e documentados para fins de cálculo do imposto sobre a renda.

Outro ponto crítico é a falta de parâmetros mínimos no PDE, o que permite que as SAF cumpram a obrigação com valores irrisórios, desproporcionais ao seu faturamento, o que constitui grave equívoco.

Além disso, a Lei das SAF carece de mecanismos efetivos de *enforcement* e de fiscalização do PDE, limitando-se à exigência contida no artigo 8º de publicação do PDE no portal da SAF, sem definir órgãos fiscalizadores, multas ou prazos. Como consequência disso, passados quase três anos da promulgação da Lei das SAF até a época da pesquisa, das nove SAF constituídas entre os vinte e quatro times que disputaram a primeira divisão do campeonato brasileiro em 2023 e 2024, apenas uma delas (Cuiabá SAF) disponibilizava PDE em seu sítio eletrônico. Outras três SAF (Botafogo, Cruzeiro e América Mineiro) previram a instituição de PDE em seus Estatutos Sociais, ainda que sem estabelecer prazo.

Outrossim, há que se observar que o PDE se concentra quase exclusivamente em convênios com escolas públicas, o que revela a perda de oportunidade de adotar outras medidas relevantes.

Fica evidente, portanto, que a Lei das SAF deixa muito a desejar em matéria de RSC. Consigna-se ainda que a Lei das SAF ignora a questão da sustentabilidade, aspecto relevante para a RSC.

²⁵⁷ CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de. (Org.). **Comentários à Lei Da Sociedade Anônima de Futebol**: Lei N°14.193/2021. 1. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 261.

5. ANÁLISE EMPÍRICA

5.1. OBJETIVO DA ANÁLISE E METODOLOGIA

Este capítulo busca analisar como clubes e SAF percebem e aplicam práticas de RSC.

Em razão da escassez de literatura a respeito de RSC no ambiente do futebol, este estudo adotou metodologia empírica, em que a hipótese inicialmente prevista foi testada, num primeiro momento em investigação das informações referentes às práticas de RSC veiculadas nos portais dos principais clubes e SAF, e, num segundo momento, em análise de entrevistas realizadas com representantes de clubes de futebol e das SAF.

5.1.1. REALIZAÇÃO DE PESQUISAS NOS SITES

A primeira etapa das pesquisas nos sites consistiu em mapeamento de espaço amostral, identificando os vinte e quatro clubes ou SAF que disputaram a primeira divisão do campeonato brasileiro nos anos de 2023 e 2024. Tal mapeamento está disponível abaixo:

Tabela 1. Espaço Amostral Clubes e SAF

| Nº. | Nome | Tipo |
|------------------|------------------------------|----------------------------------|
| 1. Clubes | | |
| 1.1 | Atlético Clube Goianiense | Clube Associativo ²⁵⁸ |
| 1.2 | Club Athletico Paranaense | Clube Associativo |
| 1.3 | Clube de Regatas do Flamengo | Clube Associativo |
| 1.4 | Criciúma Esporte Clube | Clube Associativo |
| 1.5 | Esporte Clube Vitória | Clube Associativo |
| 1.6 | Fluminense Football Club | Clube Associativo |
| 1.7 | Goiás Esporte Clube | Clube Associativo |

²⁵⁸ À época da coleta de dados para a pesquisa (março, abril e maio de 2024), o Atlético Clube Goianiense ainda não havia concluído o processo de transição para a forma de SAF, finalizado em 14 de junho de 2024.

| | | |
|------|----------------------------------|-------------------|
| 1.8 | Grêmio Foot-Ball Porto Alegrense | Clube Associativo |
| 1.9 | Juventude Esporte Clube | Clube Associativo |
| 1.10 | Red Bull Bragantino | Clube Empresa |
| 1.11 | Santos Futebol Clube | Clube Associativo |
| 1.12 | São Paulo Futebol Clube | Clube Associativo |
| 1.13 | Sociedade Esportiva Palmeiras | Clube Associativo |
| 1.14 | Sport Club Corinthians Paulista | Clube Associativo |
| 1.15 | Sport Club Internacional | Clube Associativo |

2. Sociedades Anônimas do Futebol

| | | |
|-----|--------------------------------|------------------------------|
| 2.1 | América Futebol Clube | Sociedade Anônima do Futebol |
| 2.2 | Botafogo de Futebol e Regatas | Sociedade Anônima do Futebol |
| 2.3 | Clube Atlético Mineiro | Sociedade Anônima do Futebol |
| 2.4 | Clube de Regatas Vasco da Gama | Sociedade Anônima do Futebol |
| 2.5 | Coritiba Foot Ball Club | Sociedade Anônima do Futebol |
| 2.6 | Cruzeiro Esporte Clube | Sociedade Anônima do Futebol |
| 2.7 | Cuiabá Esporte Clube | Sociedade Anônima do Futebol |
| 2.8 | Esporte Clube Bahia | Sociedade Anônima do Futebol |
| 2.9 | Fortaleza Esporte Clube | Sociedade Anônima do Futebol |

Fonte: elaborado pelo autor

Foram estabelecidos critérios para identificar se o clube ou SAF realiza práticas de RSC e se divulga tais ações em seus sítios eletrônicos, baseando-se nos principais pontos discutidos pela literatura examinada no capítulo 3 deste artigo. A pesquisa focalizou os dois tipos de manifestação de RSC no futebol apontados por Ráthony-Ódor *et al.*²⁵⁹ práticas sociais e práticas de sustentabilidade ambiental.

No que se refere às práticas sociais, foram considerados seis critérios, derivados do referido estudo de Ráthony-Ódor *et al.*²⁶⁰ (i.i) iniciativas educacionais, compreendendo ações voltadas ao desenvolvimento acadêmico, socioemocional e cultural de atletas e

²⁵⁹ RÁTHONY-ÓDOR, Kinga *et al.* How successful are the teams of the European football elite off the field? — CSR activities of the Premier League and the Primera División. International **Journal of Environmental Research and Public Health**, Basileia: MDPI, v. 17, n. 20, 2020, p. 8-9.

²⁶⁰ Ibid.

da comunidade em que inserido; (i.ii) campanhas conscientizadoras em temas como saúde física e mental, doação de sangue, aleitamento materno, acidentes de trânsito, racismo, homofobia e violência nos estádios, dentre outros; (i.iii) programas filantrópicos ou de assistência social, incluindo doações, arrecadação de donativos e auxílio em calamidades públicas – como observado com as recentes enchentes do Rio Grande do Sul;²⁶¹ (i.iv) programas inclusivos, voltados à redução de desigualdades e promoção da empatia e acolhimento; (i.v) projetos financiados pela Lei de Incentivo ao Esporte, que canalizam recursos provenientes de renúncia fiscal para manifestações esportivas e (i.vi) a existência de portal específico para o PDE.

Embora tais critérios possam apresentar elasticidade e sobreposição, sua escolha buscou compreender os propósitos das iniciativas, detectar convergências e diferenças e avaliar quais aspectos da RSC são priorizados ou negligenciados.

Quanto ao segundo eixo, ligado à sustentabilidade, foram observados dois indicadores: (ii.i) políticas de gestão de resíduos, compreendendo coleta, transporte, tratamento e descarte seguro; e (ii.ii) utilização de energia renovável, oriunda de fontes inesgotáveis e de baixo impacto ambiental.

Após a definição desses critérios, procedeu-se à análise empírica das informações disponibilizadas nos portais eletrônicos dos clubes e SAF integrantes da amostra da pesquisa, de modo a identificar as práticas de RSC adotadas.

²⁶¹ AQUINO, Matheus. Clubes brasileiros se unem em solidariedade às vítimas das enchentes no Rio Grande do Sul. **Globoesporte.com**. 2024. Disponível em: <<https://ge.globo.com/pb/futebol/noticia/2024/05/08/clubes-brasileiros-se-unem-em-solidariedade-as-vitimas-das-enchentes-no-rio-grande-do-sul.ghtml>>. Acesso em 20 de junho de 2024.

5.2.2. RESULTADOS DAS SONDAJES NOS PORTAIS ELETRÔNICOS

A pesquisa revelou que 66,6% do espaço amostral possui seções específicas para divulgar suas iniciativas de RSC, sendo a mesma porcentagem observada em relação aos clubes e SAF.

Mesmo nos casos em que foram criadas seções específicas nos sites para divulgação de práticas de RSC, as informações são dispersas e desatualizadas, dificultando a compreensão das práticas e revelando falta de conscientização e transparência, indicando necessidade de amadurecimento do tema.

A pesquisa revelou que predominam as práticas sociais em detrimento de iniciativas de sustentabilidade, o que corrobora as reflexões de Ráthony-Ódor *et al.*²⁶² 62,5% do espaço amostral documenta em campo específico suas ações sociais, sendo 66,67% dos clubes e 55,56% das SAF. Por outro lado, apenas 29,17% do espaço amostral divulga práticas de sustentabilidade, sendo presente em 26,67% dos clubes e 33,33% das SAF.

Passa-se à exposição dos dados obtidos em relação às práticas sociais.

Quanto às iniciativas educacionais, a pesquisa revelou que 33,33% do espaço amostral disponibiliza dados a respeito em seção específica, sendo 40% dos clubes e 22,22% das SAF.

Não há uniformidade na compreensão de práticas educacionais pelos clubes e SAF. Alguns focalizam especificidades do futebol, outros incluem aspectos acadêmicos, culturais, socioemocionais, de cidadania etc. Alguns reportam aplicação apenas às academias de base, ao passo que outros incluem as comunidades em que estão inseridos.

No que se refere a promoção de campanhas conscientizadoras, os dados obtidos pela pesquisa revelaram que 41,67% do espaço

²⁶² RÁTHONYI-ÓDOR, Kinga *et al.* How successful are the teams of the European football elite off the field?—CSR activities of the Premier League and the Primera División. **International Journal of Environmental Research and Public Health**, v. 17, n. 20, 2020, p. 22.

amostral divulga iniciativas nesse sentido, sendo 46,67% dos clubes e 33,33% das SAF.

Quanto a programas filantrópicos ou de assistência social, a pesquisa indicou que 45,83% do espaço amostral veicula ações filantrópicas ou de assistência social, sendo 46,67% dos clubes e 44,4% das SAF.

No que se refere à adoção de programas inclusivos, a pesquisa revelou que 33,33% do espaço amostral documenta ações nesse sentido, sendo 40% dos clubes e 22,22% das SAF.

A respeito dos projetos associados à Lei de Incentivo ao Esporte, os dados obtidos com a pesquisa indicam que são divulgados por 50% do espaço amostral, 46,67% dos clubes e 55,56% das SAF.

No que tange ao PDE, como já exposto, a exigência de convênio com instituições escolares se aplica apenas às SAF, conforme artigo 8º da Lei das SAF. A pesquisa revelou, todavia, que somente uma SAF (11,1%) observa a exigência, o que evidencia a inocuidade de estabelecer uma obrigação legal sem mecanismo de *enforcement*.

No que se refere às iniciativas de sustentabilidade, a pesquisa observou um leque bem mais reduzido de práticas documentadas nas seções específicas dos sites. Iniciativas referentes a gestão de resíduos são veiculadas por 25% do espaço amostral nos campos específicos, sendo 26,67% dos clubes e 22,22% das SAF. Foram identificadas iniciativas como coleta seletiva de lixo, descarte adequado de resíduos, utilização de materiais sustentáveis, entre outras. Quanto às energias renováveis, 12,25% do espaço amostral divulga práticas e programas em campos específicos, apenas pelas SAF, na proporção de 33,3%. Em relação a este critério, também foi observada a existência de informações vagas e dispersas em alguns sites.

As tabelas abaixo ilustram os resultados obtidos em relação aos clubes e SAF:

Tabela 2. Mapeamento das Práticas RSC dos Clubes

| Nome do Clube | Iniciativas Educacionais | PRÁTICAS SOCIAIS | | | | Portal específico para o PDE | Gestão de resíduos | Energia Renovável |
|----------------------------------|--------------------------|-----------------------------|---|----------------------|--|------------------------------|--------------------|-------------------|
| | | Campanhas Conscientizadoras | Programas Filantrópicos / de Assistência Social | Programas Inclusivos | Projeto associados à Lei de Incentivo do Esporte | | | |
| Atlético Clube Goianiense | X | X | X | X | X | X | N/A | X |
| Club Athletico Paranaense | X | X | X | X | X | X | N/A | X |
| Clube de Regatas do Fluminense | X | X | X | X | X | X | N/A | X |
| Criciúma Esporte Clube | X | | | | | X | N/A | |
| Esporte Clube Juventude | | | | | | X | N/A | |
| Esporte Clube Vitória | | | | | | X | N/A | |
| Fluminense Football Club | | X | X | X | X | X | N/A | |
| Goiás Esporte Clube | | | | | | | N/A | |
| Gremio Foot-Ball Porto Alegrense | X | X | X | | X | X | N/A | X |
| Red Bull Bragantino | | X | X | X | | | N/A | |
| Santos Futebol Clube | | X | X | X | | | N/A | |
| São Paulo Futebol Clube | X | X | X | X | | | N/A | X |
| Sociedade Esportiva Palmeiras | X | X | X | X | X | X | N/A | |
| Sport Club Corinthians Paulista | X | X | X | X | X | X | N/A | |
| Sport Club Internacional | | | | | | | N/A | |

Fonte: Elaborada pelo próprio autor

Tabela 3. Mapeamento das Práticas RSC das Sociedades Anônimas de Futebol

| Nome da SAF | Iniciativas Educacionais | PRÁTICAS SOCIAIS | | | | Portal específico para o PDE | Gestão de resíduos | Energia Renovável |
|--------------------------------|--------------------------|-----------------------------|---|----------------------|--|------------------------------|--------------------|-------------------|
| | | Campanhas Conscientizadoras | Programas Filantrópicos / de Assistência Social | Programas Inclusivos | Projeto associados à Lei de Incentivo do Esporte | | | |
| América Futebol Clube | | | | | | X | | X |
| Botafogo de Futebol e Regatas | | | | | | | X | X |
| Clube Atlético Mineiro | X | X | X | X | X | | | |
| Clube de Regatas Vasco da Gama | | | | | | | | |
| Coritiba Foot Ball Club | X | X | X | X | X | | | |
| Cruzeiro Esporte Clube | X | X | X | X | X | | | |
| Clubão Esporte Clube | X | | | | | X | X | X |
| Esporte Clube Bahia | | | | | | X | | |
| Fortaleza Esporte Clube | | | | | | | | |

Fonte: Elaborada pelo próprio autor

5.1.3. ENTREVISTAS COM REPRESENTANTES DE CLUBES E SAF

Como já destacado, optou-se pela realização de entrevistas, dada a escassez de literatura e a dispersão de dados nos sites dos clubes e SAF sobre práticas de RSC.

Para a realização das entrevistas, foi elaborado um roteiro de perguntas voltado a identificar práticas sociais e de sustentabilidade, e à compreensão da percepção sobre o PDE, que compreende as seguintes indagações:

1. Como você definiria Responsabilidade Social no contexto de um [clube de futebol/SAF]?
2. Em que medida a Responsabilidade Social é considerada uma prioridade para a gestão do [nome do clube/nome da SAF]?
3. Qual é o histórico das iniciativas de Responsabilidade Social do [nome do clube/nome da SAF]?
4. Quais são os principais programas ou iniciativas de Responsabilidade Social implementados pelo [nome do clube/nome da SAF]?
5. O [nome do clube/nome da SAF] atribui mais enfoque para práticas sociais (ex: programas educacionais, programas de caridade, programas filantrópicos, etc.) ou para práticas de sustentabilidade (Ex: energia limpa, gestão de resíduos, certificados que o clube possui demonstrando conformidade, etc.)?
6. O [nome do clube/SAF] desempenha as práticas de Responsabilidade Social através de Departamento Interno, ou atua por meio de Braço/Entidade Externa?
7. Como o [nome do clube/SAF] mede e avalia o sucesso de suas iniciativas de Responsabilidade Social?
8. Em comparação aos outros clubes, como você julga a atuação da Responsabilidade Social do [nome do clube/nome da SAF]?

9. O [nome do clube] está familiarizado com o Programa de Desenvolvimento Educacional e Social (PDE), instituído pela Lei das Sociedades Anônimas de Futebol? / O [nome da SAF], cumpre com os requisitos da lei?
10. Você acha que o PDE é uma iniciativa adequada para a boa prática de Responsabilidade Social nos clubes e SAF?

Na segunda etapa da pesquisa, foram enviadas mensagens solicitando entrevistas a representantes de clubes e SAF por e-mail, LinkedIn e canais de ouvidoria constantes dos portais.

Na terceira etapa, as entrevistas foram conduzidas via Microsoft Teams, gravadas e transcritas, e os nomes dos entrevistados e das entidades que representam foram anonimizados, em atenção à Lei Geral de Proteção de Dados

Por fim, na quarta etapa, as respostas foram analisadas, sendo os resultados apresentados no tópico subsequente.

5.1.4. RESULTADOS E DISCUSSÕES – ENTREVISTAS

Foram contatados os vinte e quatro clubes e SAF que disputaram a primeira divisão do Campeonato Brasileiro entre 2023 e 2024. Apenas dez representantes retornaram o contato. Desses, só foi possível realizar entrevistas com dois clubes associativos (13,33%) e três SAF (33,33%), totalizando 20,83% do espaço amostral idealizado. Como já referido, a baixa adesão representou limitação substancial à pesquisa, restringindo o espaço de amostragem.

As entrevistas revelaram diversas informações ausentes nos sites, indicando dificuldade dos clubes e SAF em perceber e comunicar suas práticas e políticas de RSC.

Todos os entrevistados expressaram conhecimento do conceito de RSC e reconheceram sua relevância. Os clubes enfatizaram que a RSC não deve ser usada como marketing, mas para promover

mudanças sociais, enquanto as SAF destacaram a conexão entre RSC, gestão empresarial e governança corporativa.

Todos os entrevistados revelaram priorizar práticas RSC, sendo que as SAF reportaram incremento da preocupação com o tema a partir da constituição na forma de SAF, enquanto os clubes evocaram impacto social, razões históricas ou culturais e outros motivos.

Em geral, o histórico das iniciativas de RSC foi associado às realizações das últimas gestões pelos entrevistados, à exceção do Clube 2, que relacionou RSC à história e cultura da instituição.

As práticas de RSC referidas de forma recorrente por todos os entrevistados foram iniciativas relacionadas à educação, ações filantrópicas e sustentabilidade. Campanhas conscientizadoras foram citadas pelas SAF e Clube 2. Outras práticas mencionadas foram: certificações ambientais (SAF 1); contratação de fornecedores locais, rigor na observância das exigências legais e políticas de segurança (SAF 2), ações inclusivas e plantio de árvores associado ao desempenho esportivo (SAF3), e existência de consulados que atuam em situações de calamidades (Clube 2).

SAF2 e Clube 2 admitiram conferir prioridade às práticas sociais em detrimento das ambientais. Já a SAF1 e Clube 1 alegaram ausência de predominância entre as práticas.

A maioria dos entrevistados revelou que a execução das práticas RSC se dá internamente. Apenas o representante do Clube 2 informou a existência de pessoa jurídica distinta para esta atuação há várias décadas. O representante da SAF 2 informou a recente criação de organismo específico.

Os representantes das SAF afirmaram que o sucesso das iniciativas de RSC é avaliado periodicamente. Já os clubes relataram a inexistência de previsão oficial a respeito.

Quanto à percepção da própria atuação em RSC em relação à dos demais clubes e SAF, os entrevistados destacaram protagonismo em diferentes aspectos, quais sejam: pioneirismo na adoção do modelo SAF (SAF 1 e SAF 2); padrões elevados de sustentabilidade, (SAF 1 e Clube 1); rigor na observância dos requisitos legais (SAF

2), vanguardismo no contexto regional (SAF 3) e razões históricas e culturais (Clube 2).

Todos os entrevistados revelaram conhecimento sobre o PDE. Os clubes observaram que não estão vinculados às exigências da Lei da SAF, mas, inobstante, realizam ações educacionais. SAF 1 e SAF 3 informaram que os respectivos PDEs estão em fase de desenvolvimento. Apenas a SAF 2 afirmou já ter implementado o PDE.

Por fim, todos os entrevistados reconheceram o PDE como ferramenta adequada às práticas de RSC, porém veicularam diferentes críticas. SAF 1 destacou que RSC é mais ampla que PDE. SAF 2, SAF 3, Clube 1 e Clube 2 alertaram para a necessidade de fiscalização, sob pena de ineficácia da lei. Clube 1 e Clube 2 expressaram ceticismo quanto à efetividade do programa, e externaram a preocupação de que, desprovido de necessários mecanismos de *enforcement*, se converta em mera formalidade, destituída de eficácia.

6. CONCLUSÕES

O futebol é o esporte mais popular do mundo e fenômeno cultural que influencia sociedades contemporâneas. Para além disso, é importante agente de mudança social, impactando diretamente atletas em formação e suas famílias, e as comunidades nas quais os times estão inseridos. Consequentemente, a RSC se integra cada vez mais ao futebol, recebendo atenção crescente de diversos *stakeholders* ligados ao futebol.

No contexto brasileiro, a pesquisa demonstrou que todos os principais times do futebol profissional realizam práticas de RSC.

A maioria deles mantém seção específica nos seus sites para divulgar iniciativas de RSC, embora a comunicação necessite de aperfeiçoamento, já que informações frequentemente aparecem dispersas, o que revela certa dificuldade de percepção dos clubes e SAF quanto às práticas que desenvolvem, complica o acesso dos

stakeholders às informações e acaba por prejudicar o conhecimento e julgamento de valor das políticas e práticas existentes.

Nesse sentido, a Lei das SAF representa um progresso por estipular a obrigação legal de divulgação sistemática de dados, o que apresenta até mesmo uma função pedagógica, e promoverá o aperfeiçoamento na comunicação das práticas de RSC.

A precariedade de dados justificou a realização de entrevistas com representantes de clubes e SAF. A baixa adesão a estas, a despeito dos esforços encetados, acarreta limitação da pesquisa, e indica relutância em expor posicionamentos por razões de política interna, além de pouca familiaridade com estudos acadêmicos.

As entrevistas revelaram que a maioria das práticas de RSC ainda é gerida internamente, o que, tomando por base estudo pioneiro de Kolyperas, Morrow e Sparks,²⁶³ leva ao entendimento de que o futebol brasileiro se encontra na “fase de Corporatização”, com a maior integração da RSC dentro dos clubes e SAF.

Apenas as SAF relataram mecanismos periódicos de avaliação, o que se afigura como possível consequência benéfica da administração gerencial.

A pesquisa revelou que clubes e SAF já demonstram boa compreensão da RSC, reconhecendo sua importância e caráter prioritário. A preocupação com o tema é recente, o que é evidenciado pelo fato de que registros em portais e entrevistas se referem, em geral, a iniciativas das últimas gestões. A preocupação crescente com a temática indica maior conscientização a respeito.

Dentre as práticas de RSC, predominam as iniciativas sociais em detrimento das ambientais.

Quanto às práticas ambientais, elas estão documentadas com menor frequência e destaque, o que indica que clubes e SAF ainda não associam claramente sustentabilidade e RSC. Gestão de resíduos recebeu atenção equivalente entre clubes e SAF. Apenas as

²⁶³ KOLYPERAS, Dimitrios; MORROW, Stephen; SPARKS, Leigh. Developing CSR in professional football clubs: drivers and phases. **Corporate Governance**, Leeds: Emerald Publishing, v. 15, n. 2, 2015, p. 189-190.

SAF relataram ações relacionadas a energia renovável, evidenciando impacto da administração gerencial. Iniciativas isoladas demonstram que o tema está sendo gradualmente incorporado à cultura dos times, seguindo tendência internacional.

No que se refere às práticas sociais, foi apurado que elas incluem iniciativas educacionais, campanhas conscientizadoras, ações filantrópicas, programas inclusivos, projetos associativos e ações vinculadas ao PDE.

É possível inferir da pesquisa que não há padronização quanto à compreensão das iniciativas educacionais, que abrangem ações restritas a atletas em formação até práticas amplas, que atingem toda a comunidade. A pesquisa também indica que campanhas conscientizadoras são amplamente desenvolvidas por clubes e SAF, e que sua conexão com a ordem do dia facilita o marketing. Programas inclusivos também são largamente utilizados, em especial pelos clubes. Ações de filantropia e medidas de assistência social apresentam engajamento similar entre clubes e SAF. Projetos vinculados à Lei de Incentivo ao Esporte apresentam certo destaque nas SAF, possivelmente como consequência da gestão empresarial.

A pesquisa revelou que clubes e SAF manifestam conhecimento do PDE, e admitem sua aptidão para implementar práticas de RSC, porém detectam suas limitações, de escopo muito reduzido, sustentando que as práticas sociais não se esgotam no previsto no PDE, e, bem ao contrário, devem ser muito mais amplas.

O PDE não representou uma novidade nas práticas de RSC dos times por si só. A inovação consistiu em estabelecer obrigações para a figura da SAF, que, conforme apurado na pesquisa, não vêm sendo cumpridas integralmente, o que se deve sobretudo à opção do legislador em não fixar parâmetros mínimos de investimento, vinculados ao tamanho das SAF e não prever mecanismos efetivos de fiscalização e de *enforcement*, conforme destacado por representantes de diversos clubes e SAF.

Os dados coletados com a pesquisa permitem inferir que não há grande discrepância entre clubes e SAF no que respeita às iniciativas

RSC, e que a previsão do PDE, com o advento da Lei das SAF, não importou em grande incremento no desenvolvimento de políticas sociais.

Feitas estas considerações, a hipótese original de que a lei das SAF, por meio do PDE, é um avanço no trato da RSC, embora careça, nesse momento, de efetividade, fica comprovada.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANTONIONI, Peter; CUBBIN, John. The Bosman ruling and the emergence of a single market in soccer talent. **European journal of law and economics**, Dordrecht: Springer, v. 9, p. 157-173, 2000.

AQUINO, Matheus. Clubes brasileiros se unem em solidariedade às vítimas das enchentes no Rio Grande do Sul. **Globoesporte.com**. 2024. Disponível em: <<https://ge.globo.com/pb/futebol/noticia/2024/05/08/clubes-brasileiros-se-unem-em-solidariedade-as-vitimas-das-enchentes-no-rio-grande-do-sul.ghtml>>. Acesso em 20 de junho de 2024.

BUENO, Eduardo. **Futebol: a paixão do Brasil**. Porto Alegre: Buenas Idéias, 2009.

BUNDESLIGA. **Explaining the Bundesliga's 50+1 Rule**. Bundesliga, 2023. Disponível em: <<https://www.bundesliga.com/en/faq/what-are-the-rules-and-regulations-of-soccer/50-1-fifty-plus-one-german-football-soccer-rule-explained-ownership-22832>>. Acesso em 31 de abril de 2024.

CAPELO, Rodrigo. Racha entre Libra e Forte expõe futebol a risco de receitas abaixo do potencial (...). **Globoesporte.com**. 2023. Disponível em <<https://ge.globo.com/negocios-do-esporte/noticia/2023/10/19/racha-entre-libra-e-forte-expoe-futebol-a-risco-de-receitas-abaixo-do-potencial-e-desequilibrio-financeiro-entre-clubes-entenda.ghtml>>. Acesso em 25 de maio de 2024.

CARDOSO, Júlio César. **Quais as chances de se tornar jogador de futebol?** Futdados.com. 2023. Disponível em: <<https://futdados.com/quais-as-chances-se-tornar-jogador-de-futebol/>>. Acesso em 21 de outubro de 2024.

CARROLL, Archie B. A three-dimensional conceptual model of corporate performance. **Academy of management review**, Valhalla: Academy of Management, v. 4, n. 4, p. 497-505, 1979.

CARROLL, Archie B. A history of corporate social responsibility: Concepts and practices. In: CRANE, *et al.* **The Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility**. New York: Oxford University Press, p.19-46, 2008.

CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de. (Org.). **Comentários à Lei Da Sociedade Anônima de Futebol**: Lei N°14.193/2021. 1. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2021.

CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de. **Futebol e Governança**. 1 ed. São Paulo: Migalhas, 2018, p. 113

CATTO, Leonardo. **Violência precede futebol e punição não pode ser único caminho, dizem especialistas**. Estadão, São Paulo, 03 de março de 2024. Disponível em: <<https://www.estadao.com.br/esportes/futebol/violencia-precede-futebol-e-punicao-nao-pode-ser-unico-caminho-dizem-especialistas-npres/>>. Acesso em 16/10/2024.

CHAFFEE, Eric C. The origins of corporate social responsibility. **University of Cincinnati Law Review**, Cincinnati. v. 85, p. 347-373, 2017.

CHANDLER, David. **Strategic corporate social responsibility: Sustainable value creation**. Thousand Oaks: Sage Publications, v. 6, 2022.

DEUTSCHE FUSSBALL LIGA. Statutes of DFL Deutsche Fussball Liga e.V. Dfl.de, 2023. Disponível em: <<https://www.dfl.de/de/ueber-uns/statuten/>>. Acesso em: 31 de abril de 2024.

DIETL, Helmut; FRANCK, Egon. Governance Failure and Financial Crisis in German Football. **Journal of Sports Economics**, Thousand Oaks: SAGE Publications, Vol .8, N. 6, p. 662-669, Dezembro, 2007.

FIFA.COM. **History of Football** - The Global Growth. 2013. Disponível em <<https://web.archive.org/web/20130328222150/http://www.fifa.com/classicfootball/history/the-game/global-growth.html>>. Acesso em: 01 de maio de 2024

FILHO, Mario. **Blacks in Brazilian Football**. 1. Ed. 9., Brasília: Ministério do Esporte, 2014.

FREEMAN, Robert Edward. **Strategic Management - A Stakeholder Approach**. 1 ed. Marshfield; Pitman Publishing, 1984.

GARCÍA, Borja; WELFORD, Jo. Supporters and football governance, from customers to stakeholders: A literature review and agenda for research. **Sport Management Review**, Amsterdã: Elsevier, v. 18, n. 4, p. 517-528, 2015.

GILLAN, Stuart L.; KOCH, Andrew; STARKS, Laura T. Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance. **Journal of Corporate Finance**, Amsterdã: Elsevier, v. 66, p. 1-16, 2021.

GRIX, Jonathan; BRANNAGAN, Paul Michael; HOULIHAN, Barrie. Interrogating states' soft power strategies: A case study of sports mega-events in Brazil and the UK. In: **Challenges to Emerging and Established Powers**: Brazil, the United Kingdom and Global Order. Oxon: Routledge, 2017.

HAMIL, Sean *et al.* The corporate governance of professional football clubs. Corporate Governance: **The international journal of business in society**, Leeds: Emerald Publishing, v. 4, n. 2, p. 44-51, 2004.

HOBSBAWM, Eric. **Nações e Nacionalismo desde 1870**: programa, mito e realidade. 1 ed. São Paulo: Paz e Terra, 1991.

HOBSBAWM, Eric e RANGER, Terence (org.). **A invenção das tradições.** 2a ed., São Paulo, Paz e Terra, 2012.

ISFER, Henrique Roth; PERALTA, Maria Fernanda Mouchbahani. A Sociedade Anônima do Futebol: Contexto, Inovações e Problemas Práticos. In: OSNA, Gustavo; OSNA, Mayara Roth Isfer. **Direito Empresarial em Perspectiva** - Estudos em Homenagem ao Professor Edson Isfer. Londrina: Thoth, p. 151-172, 2022.

JÄGER, Johannes; FIFKA, Matthias. A comparative study of corporate social responsibility in English and German professional football. **Soccer & Society**, Milton Park: Taylor & Francis, v. 21, n. 7, p. 802-820, 2020.

KAMPFF, Andre. **Copinha: números escancaram realidade difícil que não pode ser esquecida.** Uol.com.br, 2023. Disponível em: <<https://www.uol.com.br/esporte/colunas/lei-em-campo/2023/01/24/copinha-numeros-escancaram-realidade-dificil-que-nao-pode-ser-esquecida.htm>>. Acesso em 26 de junho de 2024.

KAZ, Leonel. O Campo das Palavras: Futebol e História. In: BUENO, Eduardo. Futebol: a paixão do Brasil. 1 ed. Porto Alegre: **Buenas Idéias**, 2009.

KOLYPERAS, Dimitrios; MORROW, Stephen; SPARKS, Leigh. Developing CSR in professional football clubs: drivers and phases. **Corporate Governance**, Leeds: Emerald Publishing, v. 15, n. 2, p. 177-195, 2015.

LOBILLO MORA, Gema; GINESTA, Xavier; DE SAN EUGENIO VELA, Jordi. Corporate social responsibility and football clubs: The value of environmental sustainability as a basis for the rebranding of Real Betis Balompié in Spain. **Sustainability**, Basileia: MDPI, v. 13, n. 24, p. 1-16, 2021

MANOLI, Argyro Elisavet. Promoting corporate social responsibility in the football industry. **Journal of Promotion Management**, Milton Park: Taylor & Francis, v. 21, n. 3, p. 335-350, 2015.

MANSSUR, José Francisco. Futebol Brasileiro: De Patrimônio Cultural a Segmento Econômico. A saga do “País do Futebol” pela busca do desenvolvimento e da volta ao protagonismo mundial - Do clube-associação à Sociedade Anônima de Futebol. In: FRAZÃO, Ana; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; CAMPINHO, Sérgio. **Direito Empresarial e Suas Interfaces** – Homenagem a Fábio Ulhoa Coelho. São Paulo: Quartier Latin, v. 4, 2022.

MARIANO, Laura. **São Paulo registra ao menos seis brigas de torcidas neste ano.** Oglobo.com, 2023. Disponível em: <<https://oglobo.globo.com/esportes/noticia/2023/07/10/sao-paulo-registra-ao-menos-seis-brigas-de-torcidas-neste-ano.ghhtml>>. Acesso em 15 de junho de 2024.

PENNA, Fábio. **Maracanã 70 anos.** Globoesporte.com, 2020. Disponível em: <<https://interativos.ge.globo.com/futebol/especial/maracana-70-anos>>. Acesso em 21 de abril de 2024.

PORTER, Michael E. *et al.* The link between competitive advantage and corporate social responsibility. **Harvard business review**, Brighton: Harvard Business Publishing, v. 84, n. 12, p. 78-92, 2006.

PORUTGAL GOUVÉA, Carlos. **A Estrutura da Governança Corporativa.** 1 ed. São Paulo: Quartier Latin, 2022.

PORUTGAL GOUVÉA, Carlos. **Sociedade anônima do futebol: uma modernização pela metade.** Jota.info, 2021. Disponível em: <<https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/sociedade-anonima-do-futebol-uma-modernizacao-pela-metade-16092021>>. Acesso em: 09 de fevereiro de 2024.

RÁTHONYI-ÓDOR, Kinga *et al.* How successful are the teams of the European football elite off the field? — CSR activities of the Premier League and the Primera División. International **Journal of Environmental Research and Public Health**, Basileia: MDPI, v. 17, n. 20, p. 1-31, 2020.

ROCHA, Daniel. **Real completa 29 anos: veja quanto vale hoje R\$ 100 de 1994.** Estadão, São Paulo, 03 de julho de 2023. Disponível em: <<https://einvestidor.estadao.com.br/comportamento/real-29-anos-quanto-vale-100-hoje/>>. Acesso em: 26 de abril de 2024.

RODRIGUES, Nelson. **À sombra das chuteiras imortais:** crônicas de futebol. Nelson Rodrigues; seleção e notas Ruy Castro. 1 ed. São Paulo: Companhia das Letras, 1993.

SENAUX, Benoit. A stakeholder approach to football club governance. **International Journal of Sport Management and Marketing**, Genebra: Inderscience, v. 4, n. 1, p. 4-17, 2008.

STOTT, Clifford *et al.* The value of Supporter Liaison Officers (SLOs) in fan dialogue, conflict, governance and football crowd management in Sweden. **Soccer & society**, Leeds: Taylor & Francis, v. 21, n. 2, p. 196-208, 2020.

THE GLOBAL COMPACT. **Who Cares Wins:** Connecting Financial Markets to a Changing World. New York: United Nations, 2004, p. 11. Disponível em <https://www.unepfi.org/fileadmin/events/2004/stocks/who_cares_wins_global_compact_2004.pdf>. Acesso em: 19 de abril de 2024.

THEFA.COM. **The History of the FA.** TheFA.com, 2016. Disponível em <<https://www.thefa.com/about-football-association/what-we-do/history>>. Acesso em 27 de maio de 2024.

VALENTE, Rafael. **Futebol brasileiro completa na terça 120 anos da 1ª partida no país.** Folha.com, 2015. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/esporte/2015/04/1615729-futebol-brasileiro-completa-na-terca-120-anos-da-1-partida-no-pais.shtml>>. Acesso em 24 de maio de 2024.

YU, Ellen Pei-Yi; VAN LUU, Bac; CHEN, Catherine Huirong. Greenwashing in environmental, social and governance disclosures. **Research in International Business and Finance**, Amsterdã: Elsevier, v. 52, p. 1-23, 2020.

PENHORA DE QUOTAS E AÇÕES NO CPC/2015: LIMITES MATERIAIS, RELEITURA SISTEMÁTICA DO ART. 861

ATTACHMENT OF CORPORATE QUOTAS AND SHARES UNDER CPC/2015: MATERIAL LIMITS AND SYSTEMATIC REINTERPRETATION OF ARTICLE 861

Carlos Henrique Roscoe Januzzi (Faculdade Milton Campos)²⁶⁴

*Danielle Juliana Carneiro de Almeida (Pontifícia Universidade Católica de
Minas Gerais)²⁶⁵*

Resumo: O presente artigo analisa criticamente o art. 861 do Código de Processo Civil de 2015, que regula o procedimento de penhora de quotas e ações de sociedades personificadas, à luz dos princípios da autonomia patrimonial da pessoa jurídica e da limitação da responsabilidade dos sócios. Demonstra-se que a aplicação literal do dispositivo implica a imposição de obrigações materiais à sociedade por dívida particular do sócio, o que representa violação à legislação societária, notadamente aos arts. 49-A, 50, 1.033, 1.043, 1.044 e 1.087 do Código Civil, além do art. 206 da Lei das Sociedades por Ações. Sustenta-se que o dispositivo, tal como redigido, pode produzir efeitos materiais equivalentes à desconsideração inversa da personalidade jurídica ou à dissolução parcial da sociedade, sem o devido respaldo legal. Como solução, propõe-se uma releitura sistemática do art. 861 do CPC, que restrinja sua incidência à penhora dos frutos civis da participação societária – lucros e dividendos – apurados por meio de balanço especial, preservando a continuidade da empresa e a integridade do capital social. A abordagem é dogmática, com suporte na doutrina e na legislação vigente, propondo uma interpretação que

²⁶⁴ Bacharel em Direito e Mestrando em Direito Comercial pela Faculdade Milton Campos. Advogado, coordenador da equipe de Direito Empresarial e Societário do escritório Santos Filho Advogados.

²⁶⁵ Bacharel em Direito pela Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG). Pós Graduada em Direito Civil Aplicado pela PUC-Minas. Advogada e Coordenadora da equipe de direito civil do escritório Santos Filho Advogados.

compatibilize a efetividade da execução com a coerência do sistema jurídico comercial.

Palavras-chave: Penhora de quotas; Autonomia Patrimonial; Responsabilidade dos sócios; Desconsideração da personalidade jurídico; art. 861 do CPC.

Abstract: This article presents a critical analysis of Article 861 of the 2015 Brazilian Code of Civil Procedure, which governs the attachment of equity interests and shares in legal entities, in light of the principles of corporate asset autonomy and limited liability of partners or shareholders. It demonstrates that a literal application of this provision results in the imposition of material obligations on the company for debts incurred exclusively by one of its members, in violation of corporate law — notably Articles 49-A, 50, 1.033, 1.043, 1.044 and 1.087 of the Civil Code, as well as Article 206 of the Corporations Act. It is argued that the rule, as currently drafted, may produce material effects equivalent to reverse piercing of the corporate veil or partial dissolution of the company, without legal support. As a solution, the article proposes a systematic interpretation of Article 861 of the CPC, limiting its scope to the attachment of civil fruits of the partner's equity interest — namely, profits and dividends — to be calculated based on a special balance sheet, thereby preserving the company's continuity and protecting the integrity of its capital. The research adopts a dogmatic approach, supported by legal doctrine and statutory law, and advocates an interpretation that reconciles the effectiveness of enforcement proceedings with the coherence of the commercial legal system.

Keywords: Attachment of corporate quotas; Asset autonomy; Liability of partners; Piercing of the corporate veil; Article 861 of the Code of Civil Procedure.

Sumário: 1. Introdução. 2. A redação do art. 861 do Código de Processo Civil e os princípios da limitação da responsabilidade e da autonomia da pessoa jurídica. 3. A afronta da legislação processual às

normas de natureza material. Violação aos arts. 49-A e 50 do Código Civil. **4.** A afronta da legislação processual às normas de natureza material. Violação aos arts. 1.033, 1.043, 1.044 e 1.087 do Código Civil e 206 da Lei das Sociedades Anônimas. **5.** Da necessária releitura sistemática do art. 861 do CPC: penhora dos lucros. **6.** Conclusão.

1. INTRODUÇÃO

A penhora de quotas de sociedades personificadas foi, durante anos, objeto de acirrada controvérsia na doutrina e na jurisprudência pátria. Sob a vigência do Código de Processo Civil de 1939, tais quotas e ações eram consideradas impenhoráveis, em razão do princípio do *affectio societatis* e do caráter *intuitu personae* que permeia os vínculos societários.

Com a omissão do Código de Processo Civil de 1973 acerca do tema, intensificaram-se os debates doutrinários e as divergências jurisprudenciais. Aos poucos, consolidou-se um entendimento intermediário: admitia-se, em tese, a penhorabilidade das quotas, desde que não se configurasse violação ao *affectio societatis*. Assim, se o contrato social previsse vedação à entrada de terceiros estranhos ao quadro societário, as quotas seriam consideradas impenhoráveis²⁶⁶. Tal construção buscava conciliar os princípios da legislação societária com o legítimo interesse do credor particular do sócio.

A controvérsia foi em grande parte solucionada com a promulgação da Lei nº 11.382/2006, que passou a prever expressamente, na ordem de preferência da penhora, a possibilidade de constrição de quotas e ações de sociedades personificadas.

O Código de Processo Civil de 2015 manteve, substancialmente, essa orientação, inserindo as quotas e ações no rol do art. 835, inciso IX. Não obstante, inovou ao criar um título próprio — o art. 861 —,

²⁶⁶ Neste sentido *cf.* REsp n. 34.882/RS, relator Ministro Eduardo Ribeiro, Terceira Turma, julgado em 30/6/1993, DJ de 9/8/1993, p. 15230.

disciplinando o procedimento a ser observado para a efetivação da penhora desses bens societários.

Todavia, como se demonstrará neste trabalho, o referido dispositivo legal contém normas que ultrapassam o campo processual, adentrando o âmbito do direito material, com formulações passíveis de severas críticas. Sua redação, além de imprecisa, revela limitada compreensão dos institutos do direito societário e de sua evolução histórica.

As incongruências alcançam nível tal que, para se aplicar o art. 861 de forma autônoma, seria necessário admitir, por interpretação extensiva, novas hipóteses de desconsideração da personalidade jurídica ou, até mesmo, de dissolução parcial da sociedade.

Diante desse cenário, impõe-se uma leitura sistemática do art. 861 do CPC, harmonizando seu alcance com os limites impostos pelo direito material e respeitando os princípios fundamentais do direito comercial, como a limitação da responsabilidade e a autonomia patrimonial.

Nesse sentido, o presente trabalho propõe-se, inicialmente, a interpretar o art. 861 do Código de Processo Civil à luz da história e dos princípios da limitação da responsabilidade e da autonomia patrimonial. Em seguida, demonstrar-se-á como tal dispositivo afronta preceitos expressos do Código Civil, com indicação dos dispositivos violados. Por fim, pretende-se promover uma releitura da norma, em conformidade com o ordenamento jurídico vigente.

Para alcançar tais objetivos, adota-se uma abordagem exploratória e bibliográfica, orientada pelo método dogmático, a fim de analisar criticamente o texto normativo e sua compatibilidade com os fundamentos e limites do direito societário brasileiro.

2. A REDAÇÃO DO ART. 861 DO CÓDIGO DE PROCESSO CIVIL E OS PRINCÍPIOS DA LIMITAÇÃO DA RESPONSABILIDADE E DA AUTONOMIA DA PESSOA JURÍDICA

Antes de adentrar propriamente na análise do art. 861 do Código de Processo Civil de 2015, é necessário estabelecer uma adequada compreensão conceitual sobre o que são, em termos técnico-jurídicos, quotas e ações, bem como o regime jurídico que lhes é aplicável. Tal delimitação conceitual é imprescindível para que se compreenda a natureza jurídica dos bens submetidos à eventual constrição judicial e se avalie, com base sólida, a compatibilidade do procedimento instituído pelo novo CPC com os princípios fundamentais do direito societário — em especial, a limitação da responsabilidade e a autonomia patrimonial das pessoas jurídicas.

As sociedades personificadas constituem, para atribuição de sua personalidade jurídica, um fundo autônomo à disposição dos órgãos administrativos na busca pela consecução do objeto, disposto em seu contrato social (MENDONÇA, 1963, pág. 29). Trata-se da diferenciação entre o patrimônio da sociedade e o patrimônio de seus sócios — diferença esta que constitui a base da autonomia patrimonial.

Cumpre destacar, desde logo, que é justamente a autonomia do fundo social em relação aos seus instituidores que garante a limitação da responsabilidade dos sócios. Isso porque, ao atribuir personalidade jurídica à sociedade recém-constituída, rompe-se o vínculo de titularidade direta dos sócios sobre o fundo comum, convertendo-se sua posição jurídica em um direito de crédito relativo aos resultados da atividade empresarial — e não mais em titularidade real sobre os ativos sociais.

Tal limitação de responsabilidade possui um pano de fundo duplo, tanto do ponto de vista histórico quanto sob a ótica da necessidade econômica.

Primeiro, do ponto de vista histórico, a limitação da responsabilidade tem raízes no antigo Direito Romano, ainda que, por regra, a sociedade não possuísse eficácia perante terceiros,

restringindo-se o vínculo societário ao plano interno, entre os sócios. No plano externo, ou seja, perante terceiros, cada sócio contratava em nome próprio, ainda que em benefício da atividade comum (WARDE JÚNIOR, 2004, p. 26-27). Assim, é correto afirmar que os sócios assumiam posições jurídicas ativas e passivas em seus próprios nomes, integrando tais atos às suas respectivas esferas patrimoniais. Por outro lado, os sócios que eram apenas titulares de direito de crédito — isto é, participavam nos lucros da sociedade — não respondiam perante terceiros pelo exercício da atividade empresarial comum, justamente por não terem praticado atos que pudessem sugerir serem proprietários do patrimônio destinado à atividade (WARDE JÚNIOR, 2004, p. 11).

A limitação da responsabilidade, no antigo Direito Romano, portanto, estava atrelada à existência de direito real de determinado sócio sobre o fundo comum.

No medievo, considerando que todos os sócios dispunham dos bens sociais como se fossem seus proprietários diretos, a situação pouco se alterou (PARENTONI, 2012, p. 23). Apenas com o advento das sociedades em comandita é que esse panorama sofreu mudanças significativas. Nesse tipo societário, o sócio comanditário não podia dispor diretamente dos fundos comuns, sendo titular apenas de um direito de crédito relativo ao resultado da sociedade, além de exercer o direito de fiscalização sobre os atos praticados pelo(s) sócio(s) em nome coletivo, o qual responde ilimitadamente (VIVANTE, 2003, p. 95-97).

O surgimento das primeiras sociedades anônimas confirmou a raiz romana de limitação da responsabilidade dos sócios que não detivessem direito real sobre o patrimônio comum. Isso porque, com o advento da Companhia das Índias Ocidentais, “todos os membros do quadro societário tornaram-se meros titulares de direito de crédito sobre o resultado da empresa, de modo que nenhum sócio ou administrador possuía direito real sobre o patrimônio da Companhia” (PARENTONI, 2012, p. 24).

Nem mesmo os administradores detinham tal prerrogativa, sendo expressamente vedado, pelo estatuto da companhia, que vendessem ou fornecessem à própria empresa navios, mercadorias ou fazendas de sua titularidade — no todo ou em parte, direta ou indiretamente. A violação dessa regra implicava perda das gratificações do ano, revertidas em favor dos pobres, e a imediata destituição do cargo (VALVERDE, 1959, p. 13). Tais disposições evidenciam de forma clara a distinção entre a titularidade do patrimônio da sociedade e a pessoa física de quem a dirigia, reforçando a separação entre o ente coletivo e seus gestores.

Portanto, é correto afirmar que, do ponto de vista histórico, a limitação da responsabilidade dos sócios decorreu, fundamentalmente, da perda do direito real sobre o patrimônio comum, preservando-se, em contrapartida, apenas a titularidade obrigacional dos lucros.

Aliada à evolução histórica, tem-se a presença de fatores econômicos que impulsionaram e consolidaram esse modelo de responsabilidade limitada.

Sob a perspectiva econômica, a consolidação do modelo de responsabilidade limitada mostrou-se essencial para o desenvolvimento da atividade empresarial. A redução dos riscos vinculados ao insucesso da empreitada constituía condição indispensável à promoção do empreendedorismo e à expansão dos investimentos.

Com efeito, não seria racional supor que indivíduos se dispusessem a exercer atividades notoriamente arriscadas — como, por exemplo, o comércio transoceânico — se, em caso de insucesso, estivessem sujeitos à perda integral de seu patrimônio pessoal. Nesse contexto, é oportuno destacar que a limitação da responsabilidade figura entre os diversos institutos do direito comercial que guardam origem no direito marítimo, ramo no qual o risco era intrínseco e extremo. A proteção patrimonial do investidor, nesse cenário, foi concebida como mecanismo de fomento à circulação de capitais e à assunção controlada de riscos.

Tanto o pano de fundo histórico quanto o fundamento econômico da limitação da responsabilidade concretizam-se, nas sociedades

personificadas, por meio da constituição de um fundo patrimonial autônomo, ao qual se dá o nome de capital social, dividido em quotas ou ações, a depender do tipo societário adotado²⁶⁷.

Entretanto, não se pode reduzir as ações ou quotas à condição de simples frações do capital social. Com efeito, como se extrai da evolução histórica da responsabilidade limitada, tais instrumentos representam o mecanismo de separação entre a propriedade e o comando da riqueza produtiva, ao mesmo tempo em que exercem papel central na mobilização da economia coletiva²⁶⁸ (ASCARELLI, 2013, p. 565).

Essa compreensão da natureza jurídica das participações societárias – enquanto instrumentos de separação entre propriedade e gestão, além de mecanismos de viabilização da limitação da responsabilidade – mostra-se indispensável para a adequada análise das consequências processuais decorrentes de sua constrição judicial por dívidas particulares dos integrantes do quadro societário.

É nesse contexto que se insere o art. 861 do Código de Processo Civil, o qual disciplina o procedimento a ser observado na hipótese de penhora de quotas ou ações de sociedades personificadas em razão de obrigações pessoais dos sócios. A leitura do dispositivo, contudo, revela tensões relevantes com os princípios estruturantes do direito societário, o que impõe uma interpretação crítica e sistemática de sua redação, à luz do regime material aplicável às sociedades empresárias.

O referido dispositivo legal é um procedimento específico a ser observado quando houver a penhora de quotas ou ações de sociedades personificadas em virtude de dívidas particulares de seus sócios. De acordo com o *caput* do dispositivo, caberá à sociedade, no prazo máximo de três meses, apresentar um balanço especial, conforme exigido pela legislação societária (inciso I); oferecer as participações sociais aos

267 Por óbvio existem diferenças técnicas e conceituais em relação às ações e quotas, principalmente voltado ao campo do direito cartular. Entretanto, são utilizadas como sinônimos pela lei procedural, o que é um problema técnico do próprio texto, conforme será explorado a seguir.

268 Cf. especialmente, as notas de texto 3 e 5, acerca do fenômeno de separação entre propriedade, o comando da riqueza produtiva e a limitação da responsabilidade.

demais sócios, respeitando os direitos de preferência previstos em lei ou no contrato social (inciso II); e, não havendo manifestação de interesse, promover a liquidação das quotas ou ações, com posterior depósito judicial do valor correspondente em dinheiro (inciso III).

Com o objetivo de evitar a liquidação, o §1º autoriza a sociedade a adquirir as próprias quotas ou ações, desde que não haja redução do capital social, utilizando-se de reservas disponíveis para mantê-las em tesouraria.

O §2º, por sua vez, exclui da aplicação dessa disciplina as sociedades anônimas de capital aberto, cujas ações, em tais hipóteses, deverão ser adjudicadas ao exequente ou alienadas em bolsa de valores, conforme a natureza do procedimento.

Por fim, o §5º do mesmo artigo prevê que, na ausência de manifestação dos sócios e da própria sociedade quanto à aquisição, a liquidação — inicialmente imposta pelo inciso III — poderá ser afastada caso se revele excessivamente onerosa para a sociedade, hipótese em que o juiz poderá autorizar a realização de leilão judicial das quotas ou ações penhoradas.

Os problemas da legislação procedural em análise são diversos e, por isso, serão tratados em núcleos temáticos, a seguir.

Prima facie, observa-se que o próprio caput do art. 861 do Código de Processo Civil já apresenta formulações normativas problemáticas sob a ótica da dogmática societária — especialmente no que se refere à limitação da responsabilidade dos sócios e à autonomia da pessoa jurídica. Isso porque as obrigações previstas nos incisos I, II e III do referido artigo são imputadas diretamente à sociedade, a despeito de esta não figurar como parte na relação processual executiva.

Como consequência prática, verifica-se que, diante da existência de uma dívida de natureza estritamente pessoal do sócio, a sociedade — embora alheia à obrigação inadimplida — acaba por ser onerada com os reflexos patrimoniais da execução, sendo compelida a efetuar o pagamento decorrente da alienação ou liquidação das quotas ou ações. Tal medida implica, inevitavelmente, a subtração de recursos do seu ativo e a redução de sua capacidade de solvência, em prejuízo

de terceiros que contrataram com a própria pessoa jurídica — e não com o sócio devedor.

Essa interferência compromete a regular execução das obrigações contraídas pela sociedade no curso de sua atividade econômica, afetando compromissos assumidos (vg trabalhista, fornecedores e fisco) com base em seu próprio capital e autonomia patrimonial.

Ademais, a determinação legal para que se proceda à liquidação da participação societária, especialmente quando esta envolver parcela substancial do capital social, pode impactar severamente a estabilidade financeira e operacional da empresa, ao: (i) fragilizar sua liquidez e capacidade de adimplemento, podendo inclusive conduzi-la à insolvência; (ii) restringir o acesso a linhas de crédito no mercado; (iii) comprometer a continuidade de projetos de investimento e expansão; (iv) colocar em xeque a própria viabilidade da atividade empresarial desenvolvida (MUNHOZ, 2018, p. 96).

E tudo isso decorre de uma obrigação que não foi assumida pela sociedade, tampouco se encontra inserida em seu centro de imputação de direitos e deveres. Tal resultado revela-se frontalmente incompatível com os predicados do direito societário moderno, cujos fundamentos residem na autonomia plena da pessoa jurídica, na limitação da responsabilidade dos sócios e na inviolabilidade da separação patrimonial entre os sujeitos de direito envolvidos.

Em síntese, a análise sistemática do *caput* art. 861 do Código de Processo Civil evidencia que o referido dispositivo processual, ao impor à sociedade a adoção de medidas concretas — como a apresentação de balanço especial, a oferta de quotas ou ações a sócios e, em última instância, a sua liquidação — por dívida exclusivamente pessoal de um dos integrantes do seu quadro societário, afronta frontalmente os princípios históricos do direito societário brasileiro.

Afinal, ao ignorar a separação patrimonial entre sociedade e sócio, o procedimento executório previsto no art. 861 ignora a autonomia da pessoa jurídica, compromete sua solvência, interfere em sua organização interna e rompe com a lógica de limitação da

responsabilidade, cuja construção histórica e econômica remonta às origens do próprio direito comercial.

Trata-se, portanto, de um dispositivo que, embora inserido na ordem processual, produz efeitos materiais diretos e substanciais, que não podem ser ignorados pela dogmática jurídica.

Superada essa análise das violações principiológicas, impõe-se, agora, o exame das normas materiais expressamente – e consequentemente – violadas pelo art. 861 do digesto processual.

3. A AFRONTA DA LEGISLAÇÃO PROCESSUAL ÀS NORMAS DE NATUREZA MATERIAL. VIOLAÇÃO AOS ARTS. 49-A E 50 DO CÓDIGO CIVIL

Além da ofensa aos princípios da limitação da responsabilidade e da autonomia da pessoa jurídica, constata-se que o art. 861 do Código de Processo Civil também incorre em violação direta a normas de direito material, em especial aquelas previstas nos arts. 49-A, 50, do Código Civil. Tais dispositivos estabelecem, de forma expressa, os limites jurídicos e operacionais que regem a separação patrimonial entre a sociedade e seus sócios, bem como as hipóteses legalmente admitidas de responsabilização. Ocorre que tais comandos são frontalmente violados pela disciplina contida no art. 861 do Código de Processo Civil, na medida em que este, ao tratar da penhora de participações societárias, atribui à sociedade efeitos patrimoniais derivados de obrigação alheia, sem o devido processo legal de responsabilização ou desconsideração da personalidade jurídica à margem das hipóteses previstas no regime jurídico material.

Primeiro, observa-se a violação ao art. 49-A e ao seu parágrafo único. Ao impor à sociedade, sem que esta integre a relação jurídico-material subjacente, o dever de apresentar balanço, oferecer as participações aos sócios e, não sendo o caso, promover a liquidação das quotas ou ações com recursos próprios, o art. 861 do CPC opera uma transferência indevida de responsabilidade patrimonial, colocando o

patrimônio da sociedade à disposição da satisfação de uma dívida que lhe é completamente estranha.

Essa sistemática subverte a separação entre os patrimônios da sociedade e de seus sócios, além de comprometer a própria autonomia patrimonial consagrada pelo art. 49-A. Conforme adverte a doutrina, a violação à autonomia patrimonial da pessoa jurídica afeta diretamente a viabilidade dos empreendimentos, pois elimina a previsibilidade necessária aos credores quanto à integridade do patrimônio social, na medida em que o expõe à atuação individual de seus membros (CONTI, 2022, pp. 37-38).

Ademais, cumpre destacar que a hipótese examinada não se enquadra no regime excepcional da desconsideração da personalidade jurídica, prevista no art. 50 do mesmo diploma legal, o qual exige a demonstração de abuso, caracterizado por desvio de finalidade ou confusão patrimonial.

Portanto, em sequência à violação ao art. 49-A, verifica-se que o art. 861 do Código de Processo Civil também colide diretamente com a disciplina do art. 50 do Código Civil, ao reproduzir os efeitos da desconsideração da personalidade jurídica sem observância dos requisitos legais exigidos para tanto. A norma civil estabelece que a responsabilização da pessoa jurídica — ou, inversamente, de seus sócios — somente se legitima diante da constatação de abuso de personalidade, caracterizado por desvio de finalidade ou confusão patrimonial, mediante crivo do contraditório, seja por incidente próprio ou nos próprios autos.

Na ausência desses elementos, impõe-se a preservação da personalidade jurídica da sociedade.

Ocorre que o art. 861, ao impor à sociedade de responsabilidade limitada a obrigação de liquidar suas quotas ou ações para pagamento de dívida particular de um de seus sócios, opera, em essência, uma desconsideração reversa da personalidade jurídica, à margem das hipóteses admitidas pelo direito material.

Trata-se, portanto, de uma construção normativa que não apenas escapa aos limites do art. 50, como também se mostra

incompatível com a evolução histórica da *disregard doctrine*, com o sistema legal vigente e com a jurisprudência consolidada do Superior Tribunal de Justiça, segundo a qual “tratando-se de regra de exceção, de restrição ao princípio da autonomia patrimonial da pessoa jurídica, a interpretação que melhor se coaduna com o art. 50 do Código Civil é a que relega sua aplicação a casos extremos, em que a pessoa jurídica tenha sido instrumento para fins fraudulentos, configurado mediante o desvio da finalidade institucional ou a confusão patrimonial” (STJ, 2017).

Constata-se, com fundada preocupação, que o art. 861 do Código de Processo Civil representa não apenas uma afronta à autonomia da pessoa jurídica, ao impor-lhe o cumprimento de obrigações originadas exclusivamente da esfera patrimonial de terceiros, mas também um fator de acentuada insegurança jurídica no ambiente empresarial. Ao permitir a afetação direta do patrimônio da sociedade sem a observância dos pressupostos legais exigidos para a desconsideração — em especial na sua forma inversa —, o dispositivo processual institui uma via anômala de responsabilização patrimonial, em desacordo com o regime excepcional do art. 50 do Código Civil, comprometendo os pilares da previsibilidade, da estabilidade institucional e da confiança nas relações econômicas.

4. A AFRONTA DA LEGISLAÇÃO PROCESSUAL ÀS NORMAS DE NATUREZA MATERIAL. VIOLAÇÃO AOS ARTS. 1.033, 1.043, 1.044 E 1.087 DO CÓDIGO CIVIL E 206 DA LEI DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS

Além de prever nova hipótese de desconsideração da personalidade jurídica, o art. 861 do CPC inovou, mais uma vez, ao prever novo caso de dissolução da sociedade empresária, ainda que parcial, contrariando o disposto nos arts. 1.033, 1.044 e 1.087 do Código Civil, assim como o art. 206 da Lei de Sociedades Anônimas.

A doutrina societária admite que a dissolução de sociedades empresárias pode ser compreendida sob duas perspectivas distintas:

em sentido estrito (*stricto sensu*) e em sentido amplo (*lato sensu*). Na primeira acepção, a dissolução corresponde às causas legalmente previstas que, embora rompam a finalidade lucrativa da atividade empresarial, não acarretam, de imediato, a extinção da personalidade jurídica. Nessa fase, a sociedade deixa de atuar com vistas à obtenção de lucro e passa a operar unicamente com o objetivo de encerrar suas atividades, mediante realização do ativo e quitação do passivo (PENTEADO, 2000, p. 17).

Por sua vez, a dissolução em sentido amplo refere-se ao procedimento completo que conduz ao fim da pessoa jurídica, abrangendo todas as etapas subsequentes ao evento que rompe a continuidade do exercício societário. Em regra, esse procedimento é descrito em três fases distintas e complementares: (i) a dissolução propriamente dita, enquanto fato jurídico que altera a finalidade da sociedade; (ii) a liquidação, voltada à apuração e realização do patrimônio social; e (iii) a extinção, formalizada pela baixa nos registros públicos competentes (BARBI FILHO, 2004, p. 109).

Ressalte-se, ainda, que essa dissolução pode se dar de pleno direito, quando decorre de causa legal objetiva, ou por estipulação contratual que, se contestada, enseja controle judicial (REZENDE e GONTIJO, 2020).

Nesse contexto, a disciplina prevista no art. 861 do Código de Processo Civil mostra-se incompatível com o regime jurídico da dissolução societária tal como delineado pela legislação civil e comercial. Ao autorizar que, em execução movida contra sócio, a sociedade seja compelida a liquidar ou a alienar judicialmente as participações sociais penhoradas, com o consequente reembolso ao credor, o dispositivo processual antecipa unilateralmente os efeitos patrimoniais próprios da dissolução parcial da sociedade, sem que tenha havido qualquer deliberação societária, manifestação dos sócios remanescentes, nem mesmo previsão contratual ou causa legal autorizadora. Com isso, impõe-se à sociedade um verdadeiro procedimento dissolutório, deslocado da lógica jurídica que estrutura as hipóteses dos arts. 1.033, 1.044 e 1.087 do Código Civil e do art.

206 da Lei das Sociedades por Ações, com efeitos materiais severos sobre sua organização e continuidade, ainda que não tenha sido a sociedade a inadimplente. Trata-se, em última análise, de uma forma de dissolução por via processual executiva, fundada em fato estranho ao seu ciclo jurídico e desencadeada por mero despacho autorizando a penhora das quotas ou ações, o que compromete frontalmente a segurança jurídica e a previsibilidade das relações econômicas.

A gravidade da disciplina processual imposta pelo art. 861 do Código de Processo Civil se torna ainda mais evidente quando aplicada à Sociedade em Nome Coletivo, tipo societário cuja estrutura jurídica é sustentada pelo *intuitu personae* e pela confiança recíproca entre os sócios²⁶⁹. Nessa modalidade, as quotas não estão à disposição dos credores particulares dos sócios, justamente para preservar a integridade e continuidade da sociedade, cujas relações são marcadamente personalíssimas. A doutrina é firme ao reconhecer que, enquanto vigente a sociedade, os credores particulares do sócio somente poderão exercer seus direitos sobre os lucros a que ele fizer jus, sendo vedada a liquidação de sua participação societária (JAEGER; DENOZZA, 2000, p. 180). Tal entendimento, inclusive, encontra respaldo normativo direto no art. 1.043 do Código Civil, que dispõe: “o credor particular de sócio não pode, antes de dissolver-se a sociedade, pretender a liquidação da quota do devedor”.

Nesse cenário, a aplicação indistinta do art. 861 do CPC à Sociedade em Nome Coletivo não apenas viola o regime jurídico civil, como também altera, de forma inaceitável, a natureza jurídica do tipo societário, ao permitir a entrada de terceiros estranhos ao quadro social e viabilizar a dissolução parcial forçada sem causa legal. Cuida-se, em verdade, de uma mutação estrutural imposta por via processual, incompatível com os fundamentos históricos e normativos que moldam esse modelo societário.

269 Isso porque as Sociedades em Nome Coletivo são as “herdeiras” diretas das sociedades familiares, originadas na Idade Média, em que os irmãos continuavam a exercer a atividade do pai, constituindo uma espécie de comunidade familiar.

Diante do exposto, resta evidente que o art. 861 do Código de Processo Civil, ao regulamentar o procedimento de penhora de quotas e ações, extrapola os limites da legislação processual, produzindo efeitos substancialmente equivalentes à dissolução parcial forçada da sociedade – sem respaldo nas hipóteses legalmente previstas nos arts. 1.033, 1.043, 1.044 e 1.087 do Código Civil, tampouco no art. 206 da Lei das Sociedades por Ações. A norma, ao operar sobre fato estranho à sociedade – qual seja, a dívida particular de um de seus sócios –, compromete, no plano interno, sua continuidade e estabilidade, e, no plano externo, gera profunda insegurança jurídica àqueles que com ela contratam. Passa-se, assim, a exigir do contratante não apenas a análise da saúde financeira da pessoa jurídica, mas também a avaliação da solvência e da exposição patrimonial individual de seus sócios ou acionistas – o que amplia significativamente o risco da atividade empresária, afeta a capacidade de adimplemento da sociedade e dificulta, inclusive, a atuação dos administradores quanto à gestão e contingenciamento de riscos.

A situação se agrava, como demonstrado, no âmbito das Sociedades em Nome Coletivo, cuja disciplina jurídica é ainda mais sensível à entrada de terceiros não integrantes do quadro social e à quebra do vínculo pessoal entre os sócios. Nesse caso, a aplicação indiscriminada do art. 861 compromete a essência do tipo societário, desrespeitando inclusive o comando expresso do art. 1.043 do Código Civil, o que evidencia a sua incompatibilidade com os fundamentos do direito material societário.

Diante dessas distorções, impõe-se uma releitura sistemática do art. 861 do CPC, capaz de harmonizá-lo com os princípios estruturantes do direito empresarial e com os limites impostos pelo regime jurídico de responsabilidade e dissolução societária. Essa reinterpretação, objeto do próximo capítulo, buscará compatibilizar a eficácia executiva da norma processual com a preservação da empresa, da autonomia patrimonial e da coerência do ordenamento jurídico como um todo.

5. DA NECESSÁRIA RELEITURA SISTEMÁTICA DO ART. 861 DO CPC: PENHORA DOS LUCROS

Como visto, o art. 861 do Código de Processo Civil revela-se não apenas tecnicamente impreciso, mas também incompatível com o direito material societário e com a evolução histórica dos institutos que o fundamentam. Sua aplicação literal compromete a sistemática do ordenamento jurídico, viola garantias fundamentais das estruturas societárias e contribui para o aumento da insegurança jurídica. Em consequência, eleva-se o risco percebido no ambiente econômico, prejudicando o desenvolvimento nacional, na medida em que os predicados da autonomia patrimonial e da limitação da responsabilidade dos sócios deixam de operar como garantias efetivas no plano das execuções particulares.

Assim, o art. 861 não pode ser interpretado e aplicado isoladamente, devendo seu significado e alcance estabelecidos a partir de uma interpretação sistemática com as normas de direito societário e outros dispositivos do próprio Código de Processo Civil.

No âmbito da legislação processual civil, é pacífico na doutrina que a adequada interpretação do art. 861 do Código de Processo Civil deve ser realizada em conjunto com outros dispositivos correlatos, notadamente os arts. 799, VII; 835, IX; e 876, §7º, do próprio diploma. O art. 835, inciso IX, dispõe expressamente sobre a possibilidade de penhora de quotas ou ações de sociedades simples ou empresárias. O §7º do art. 876, por sua vez, estabelece que, tratando-se de adjudicação de participação societária em sociedade anônima de capital fechado, os demais sócios devem ser previamente intimados, a fim de que exerçam, se desejarem, o direito de preferência na aquisição. Já o art. 799, inciso VII, atribui ao exequente a responsabilidade de intimar a sociedade acerca da constrição, justamente para viabilizar o exercício da preferência pelos sócios, conforme previsto no art. 876, §7º.

Esse conjunto normativo permite inferir que, mesmo nos casos não abrangidos pela exceção do §2º do art. 861 — que trata exclusivamente das companhias abertas —, a adjudicação da

participação social por terceiros não integrantes do quadro societário é juridicamente admissível, o que, por consequência lógica, também legitima a alienação forçada da quota ou ação em leilão público. A partir dessa interpretação sistemática, conclui-se que a liquidação da participação societária com pagamento direto do valor ao credor, realizada pela própria sociedade, não constitui a única solução possível nos casos em que os sócios ou a sociedade não exercem o direito de preferência. A literalidade do caput e do §1º do art. 861, portanto, não deve ser lida de forma excludente, sob pena de se inviabilizar alternativas de menor impacto patrimonial à pessoa jurídica executada (MUNHOZ, 2018).

Já no campo do direito material, ficou claro nos tópicos anteriores que a aplicação do art. 861 deve levar em consideração os princípios da limitação da responsabilidade dos sócios e autonomia da sociedade empresária, sob pena de se instaurar – caso se atribua a obrigação de pagar dívida do sócio à sociedade – uma nova hipótese de desconsideração inversa da personalidade jurídica ou, ainda, novas hipóteses de dissolução da sociedade, sem previsão legal.

Assim, a interpretação mais compatível com o Código Civil, a Lei das Sociedades por Ações e com a própria evolução histórica do direito societário consiste em compreender o art. 861 do Código de Processo Civil como instrumento que facilita ao credor a penhora dos lucros e dividendos a que o sócio executado faria jus, e não da sua participação societária. Tais valores devem ser apurados por meio da apresentação de balanço atualizado da sociedade, conforme previsto no próprio art. 861, preservando-se, assim, a autonomia patrimonial da pessoa jurídica e a integridade do capital social.

Tal interpretação, além de resguardar os fundamentos estruturantes do direito societário, apresenta-se como solução processualmente eficaz e materialmente proporcional. Ao direcionar a execução exclusivamente sobre os frutos civis decorrentes da participação societária – lucros ou dividendos –, evita-se a violação à autonomia patrimonial da sociedade e aos direitos dos demais sócios, sobretudo quanto à composição do quadro social e ao exercício da

affectio societatis. Trata-se de medida menos gravosa e mais equilibrada, que permite ao credor satisfazer sua pretensão sem comprometer a continuidade da empresa, nem alterar artificialmente sua estrutura interna. A penhora dos lucros, portanto, mostra-se não apenas viável juridicamente, mas recomendável do ponto de vista sistemático e funcional.

Nesse ponto, cabe uma breve digressão: poderia-se argumentar que o sócio devedor frustraria a eficácia da medida executiva ao simplesmente optar por não auferir lucros durante o período da constrição, reinvestindo os valores na atividade empresarial. Tal objeção, contudo, revela-se facilmente superável. Com efeito, uma vez notificada a penhora das quotas, nos termos do art. 799, VII, do CPC, o sócio devedor passa a estar vinculado à percepção dos lucros, ficando-lhe vedado dispor deles de forma diversa, até o limite necessário à satisfação da dívida executada.

Outra crítica possível diz respeito à eventual manipulação contábil: argumenta-se que seria possível à sociedade elaborar balanço com resultado artificialmente negativo, ainda que existissem lucros efetivos a distribuir. Essa hipótese, contudo, também encontra resposta adequada no próprio ordenamento jurídico. Em primeiro lugar, porque a omissão ou distorção dos resultados contraria, de forma direta, os interesses dos demais sócios ou acionistas, que igualmente detêm direito à sua quota-parte nos lucros sociais²⁷⁰. Em segundo lugar – e de forma mais relevante –, havendo indícios de fraude, simulação ou abuso com o objetivo de frustrar o direito do credor, caberá a este postular a desconsideração inversa da personalidade jurídica, mediante demonstração concreta do desvio de finalidade, nos termos do §1º do art. 50 do Código Civil, hipótese em que se poderá, excepcionalmente, responsabilizar a sociedade pelo inadimplemento do sócio, desde

270 Tal conflito de interesses inexistiria na Sociedade unipessoal, pois nela voltam a se confundir as figuras de “controlador” e “proprietário” (FILHO, 1995, p. 13). Portanto, neste caso, é a desconsideração da personalidade jurídica, nos termos do §1º do art. 50 do Código Civil, a medida cabível para corrigir tal abuso na referida estrutura societária.

que caracterizada a confusão patrimonial ou a instrumentalização indevida da pessoa jurídica.

Portanto, a interpretação que melhor se coaduna com os princípios do direito societário, com a legislação material vigente e com a finalidade do processo civil moderno é aquela que confere ao art. 861 do Código de Processo Civil um alcance restritivo, voltado à penhora dos frutos civis decorrentes da participação societária – como lucros e dividendos –, e não à alienação ou liquidação forçada das quotas ou ações. Essa leitura sistemática evita a imposição de efeitos dissolutórios não previstos em lei, respeita a autonomia patrimonial da pessoa jurídica e impede a banalização da desconsideração da personalidade jurídica, que deve permanecer como medida excepcional. Além disso, apresenta-se como alternativa processualmente eficaz para a satisfação do crédito, sem comprometer a integridade do capital social nem subverter o regime jurídico de responsabilidade limitada. Trata-se, em síntese, de interpretação que prestigia a coerência normativa, a racionalidade econômica e a segurança jurídica.

6. CONCLUSÃO

Diante do exposto, conclui-se que, ao imputar às sociedades obrigações, sem que estas figurem como parte na relação processual executiva, o procedimento de penhora de quotas previsto no art. 861 do Código de Processo Civil compromete diretamente a autonomia patrimonial da empresa, afetando sua estabilidade financeira e operacional.

Além disso, ao desconsiderar a separação entre o patrimônio da sociedade e o do sócio – e ao permitir a afetação de bens da pessoa jurídica para satisfação de dívida particular, sem a observância dos requisitos legais para a desconsideração da personalidade jurídica, seja na forma direta, seja na modalidade inversa –, o dispositivo legal não apenas viola princípios estruturantes do direito societário brasileiro, mas também a ordem econômica.

A incompatibilidade do art. 861 do CPC com o regime jurídico da dissolução societária também é evidente. A norma processual antecipa unilateralmente efeitos próprios da dissolução parcial, sem deliberação dos sócios, sem previsão contratual e sem causa legal autorizadora. Dessa forma, a previsão da penhora das quotas ou ações, seguindo os moldes do referido dispositivo, inaugura nova modalidade dissolução baseada no inadimplemento do sócio e diversa das dispostas nos arts. 1.033, 1.043, 1.044 e 1.087 do Código Civil e do art. 206 da Lei das Sociedades por Ações.

Frente a tais distorções, impõe-se uma leitura sistemática do art. 861 do CPC, de forma a compatibilizá-lo com os princípios do direito societário e com as normas processuais correlatas. Ao proceder com uma leitura sistemática dos procedimentos previstos pelo art. 861, conclui-se que a liquidação da participação societária com pagamento direto do valor ao credor não constitui a única solução possível nos casos em que os sócios ou a sociedade não exercem o direito de preferência. Desta forma, diante de todas as repercussões legais da penhora de quotas ou ações, nos moldes previstos, mostra-se indispensável que sejam adotadas alternativas de menor impacto à autonomia patrimonial das sociedades. Nesse sentido, defende-se que o art. 861 do CPC deve ser interpretado como autorizador da penhora dos lucros e dividendos eventualmente devidos ao sócio executado, e não da sua participação societária propriamente dita, por se tratar de medida menos onerosa e compatível com a preservação da autonomia patrimonial da sociedade.

Quanto à possível tentativa do sócio de frustrar a execução mediante reinvestimento dos lucros ou manipulação contábil do balanço, o ordenamento jurídico já oferece meios eficazes de contenção. A intimação da penhora, conforme previsto no art. 799, VII do CPC, vincula os lucros à execução, sob pena de fraude à execução (art. 792 do CPC). Por sua vez, eventuais práticas fraudulentas na contabilidade da sociedade configuram as hipóteses previstas para a instauração do incidente de desconsideração da personalidade jurídica, nos termos do art. 50, §1º do Código Civil.

Resta, portanto, demonstrado que, diante das implicações decorrentes da penhora de quotas ou ações das sociedades, sem a observância da cautela legal necessária, a interpretação sistemática do dispositivo do art. 861 do Código de Processo Civil é o mecanismo mais adequado e equilibrado para o prosseguimento da execução, visando não somente a satisfação do crédito junto ao credor, mas também da manutenção saudável das atividades empresariais da sociedade.

BIBLIOGRAFIA

ASCARELLI, Túlio. *Teoria Geral dos Títulos de Crédito*. Campinas-SP: Servanda Editora, 2013.

BARBI FILHO, Celso. *Dissolução Parcial de Sociedades Limitadas*. Belo Horizonte: Mandamentos, 2004.

CONTI, André Nunes. *Desconsideração Atributiva no Direito Privado: A imputação de fatos da pessoa jurídica ao seus membros e vice-versa*. São Paulo: Quartier Latin, 2022.

FILHO, Calixto Salomão. *A sociedade Unipessoal*. São Paulo: Malheiros Editores Ltda, 1995.

JAEGER, Pier Giusto, e Francesco. DENOZZA. *Appunti di diritto commerciale*. Milano: Giuffrè, 2000.

JUSTIÇA, SUPERIOR TRIBUNAL DE. *AgInt nos EDcl no AREsp n. 148.408/SP, relatora Ministra Maria Isabel Gallotti, Quarta Turma, julgado em 1/12/2016, DJe de 2/2/2017*. Brasília: Diário Oficial da União, 2017.

MENDONÇA, J.X. Carvalho de. *Tratado de Direito Comercial Brasileiro*. Vol. III. VIII vols. Rio de Janeiro: Livraria Freitas Bastos S/A., 1963.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Penhora de Quotas ou Ações: Interpretação do artigo 861 do Código de Processo Civil*. Vol. III, em *Processo Societário*, por Flávio Luiz YARSHELL e Guilherme Setoguti J. PEREIRA, 87-113. 2018.

PARENTONI, Leonardo Netto. *Reconsideração da Personalidade Jurídica. Estudo dogmático sobre a aplicação abusiva da disregard doctrine com análise empírica da jurisprudência brasileira*. São Paulo: Universidade de São Paulo, 2012.

REZENDE, Gustavo, e Vinícius José Marques GONTIJO. “A Quarta Fase da Dissolução Societária.” *Virtuajus*, 18 de 08 de 2020: 212-225.

VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por Ações*. Rio de Janeiro: Forense, 1959.

VIVANTE, Cesare. *Instituições de Direito Comercial*. Campinas-SP: LZN, 2003.

WARDEJÚNIOR, Walfrido Jorge. *A Crise da Limitação de Responsabilidade dos Sócios e a Teoria da Desconsideração da Personalidade Jurídica*. São Paulo: Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2004.

ENTRE CREDITORES E ACIONISTAS: O CONTROLE EXTERNO NO BRASIL

BETWEEN CREDITORS AND SHAREHOLDERS: THE EXTERNAL CONTROL IN BRAZIL

Lívia Maria Fontenele Meneses (Universidade de São Paulo – USP)²⁷¹⁻²⁷²

Resumo: Este trabalho investiga os grupos econômicos por controle externo, nos quais a subordinação entre empresas decorre de redes contratuais, e não da propriedade de capital. A revisão bibliográfica e análise jurisprudencial ajudou a identificar critérios objetivos de reconhecimento do controle externo e seu regime jurídico no Brasil. Concluiu-se que dependência econômica e controle externo são conceitos distintos. Embora o direito societário brasileiro não preveja expressamente o controle externo, ele é reconhecido na doutrina, sem critérios claros e a jurisprudência da CVM tem refutado o conceito, embora admita situações análogas. No direito concorrencial, o controle externo é previsto pela lei e identificado em decisões do CADE quando há subordinação, interdependência e atuação coordenada.

Palavras-chave: grupo econômico; redes contratuais; controle externo; controlador não acionista; cadeia de produção; dependência econômica; influência dominante.

Abstract: This work investigates business groups formed through external control, in which the subordination between companies arises from contractual networks rather than capital ownership. The literature review and case law analysis helped identify objective criteria for recognizing external control and its legal framework in Brazil. It

²⁷¹ Estudante de Direito na Universidade de São Paulo. Coordenadora do Núcleo de Estudos de Direito Societário. Contato: liviafontenelemeneses@gmail.com.

²⁷² Agradeço ao Professor Calixto Salomão Filho pela orientação e apoio durante o desenvolvimento deste trabalho, e à comissão editorial da Revista de Direito Mercantil pelas importantes sugestões para a melhoria deste trabalho.

was concluded that economic dependence and external control are distinct concepts. Although Brazilian corporate law does not expressly provide for external control, it is recognized in legal doctrine, albeit without clear criteria, and the CVM's case law has rejected the concept, even though it admits analogous situations. In competition law, external control is provided for by statute and identified in CADE decisions when there is subordination, interdependence, and coordinated conduct.

Keywords: corporate group; contractual networks; external control; controlling non-shareholder; production chain; economic dependence; dominant influence.

Sumário: Introdução. 1. A estruturação da macroempresa moderna em um sistema reticular. 2. A unidade empresarial: redes contratuais, dependência econômica e controle externo. 3. Caracterização do grupo econômico por controle externo. 3.1. O direito societário. 3.2. O direito concorrencial. 4. Integração interpretativa: regime jurídico aplicável. 5. Conclusão.

INTRODUÇÃO

A evolução dos mercados, ocasionada pelas rápidas mudanças tecnológicas, pela incrementação da regulação econômica e pelas novas necessidades do capitalismo contemporâneo, tem sido refletida na organização da atividade econômica pelas empresas. No século passado, foi revolucionário pensar a transação como a unidade de análise da firma²⁷³, levando Coase²⁷⁴ a sustentar que a firma seria meio de internalização dos custos de transação que, em virtude da assimetria informacional, seriam maiores caso as transações fossem

273 COMMONS, John R. **Institutional Economics**. The American Economic Review, v. 21, n. 4, dez. 1931, pp. 648-657; COMMONS, John R. **Law and Economics**. Yale Law Journal, v. 34, n. 4, dez. 1925, pp. 371-382.

274 COASE, Ronald H. **The Nature of the Firm**: Origin. Journal of Law, Economics, & Organization, Oxford University Press, v. 4, n. 1, 1988, p. 4.

em mercado. O que parece haver hoje, no entanto, é uma tendência em sentido contrário.

Os agentes em mercado, para não ficarem presos a um produto ou modelo de produção em um mundo tão dinâmico e marcado pela inovação em ritmo acelerado, estão deixando de lado as estruturas rígidas que internalizavam os custos de transação - como a participação societária - e adotando as formas contratuais que estabelecem relações contínuas, prolongadas no tempo, para constituição da cadeia de produção. Essas redes contratuais são cada vez mais coesas e parecem representar o novo fenômeno das empresas reticulares²⁷⁵, a macroempresa moderna²⁷⁶. Ganham relevo, na economia moderna, a figura dos intermediadores²⁷⁷²⁷⁸.

Nesse sentido, resta um alerta quanto à concentração de mercado por meio dessas redes em virtude das limitações do controle concorrencial de contrato por contrato (como dos contratos de cooperação ou colaboração) e do controle posterior de condutas. É relevante, desse modo, buscar elementos capazes de definir essa nova estrutura, o que passa por entender o que é controle externo e a tutela desses grupos econômicos. Ainda, encontrar meios de limitar a formação dessas estruturas, respeitando modelos de negócio e preservando a atividade econômica, mas evitando a formação e a manutenção de verdadeiros monopólios.

275 Neste trabalho, referenciar-se-ão as “empresas reticulares” como aquelas cuja atividade produtiva é desenvolvida por diversas sociedades, que constituem unidades produtivas separadas e formalmente independentes, mas que são ligadas por meio de contratos vinculantes, que, juntos, formam redes de conexão capaz de identificar uma única empresa apesar do emaranhado jurídico.

276 COMPARATO, Fabio Konder. **Estado, empresa e função social**. Revista dos Tribunais, v. 732, n. 85. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1985.

277 DOWBOR, Ladislau. **Os desafios da revolução digital**: liberar o conhecimento para o bem comum. São Paulo: Elefante, 2025, p. 50.

278 Neste trabalho, são chamados intermediadores aqueles agentes econômicos necessários para vincular a atividade econômica ao consumo da produção, cobrando valores para que esse acesso possa ocorrer. Nesse sentido, CHRISTOPHERS, Brett. **Rentier Capitalism: Who Owns the Economy, and Who Pays for It?** Londres: Verso, 2020.

O primeiro passo é identificar o que é e qual é o regime jurídico dos grupos econômicos formados por controle externo. É pelo controle externo que as empresas, nas suas mais diversas formas jurídicas, agrupam-se sem ser identificadas, travestem-se de um conjunto de unidades independentes e autônomas, enquanto, na verdade, mantêm relações de dependência e subordinação que levam à formação de uma única estrutura. Este trabalho se debruçará especificamente sobre os grupos econômicos com controle externo, mas abre, ao mesmo tempo, uma discussão sobre os fundamentos e as lacunas da atual teoria da empresa.

Para endereçar essas questões, este trabalho é dividido em quatro capítulos. No primeiro capítulo, discorre-se sobre a visão da literatura jurídica quanto à mudança da estruturação da macroempresa moderna de vínculos societários para vínculos contratuais. No segundo capítulo, diferenciam-se os conceitos de rede contratual, dependência econômica e controle externo, que se relacionam à ideia de unidade empresarial. No terceiro capítulo, apresentam-se os resultados do levantamento doutrinário e jurisprudencial de o que se configura como controle externo para o direito societário e para o direito concorrencial, que, em razão de seus fundamentos diferentes, interpretam de forma diversa o fenômeno do controle externo. No quarto capítulo, resume-se o regime jurídico do controle externo, segundo a doutrina e a jurisprudência brasileiras, aplicável ao controle externo para a tutela de relações societárias e concorenciais. Conclui-se que há um reconhecimento do controle externo no direito brasileiro, tanto sob as lentes do direito concorrencial, em que as suas características são melhor delimitadas, quanto sob as lentes do direito societário, embora de forma implícita, apesar desse reconhecimento não ser acompanhado de hipóteses de responsabilização.

1. A ESTRUTURAÇÃO DA MACROEMPRESA MODERNA EM UM SISTEMA RETICULAR

Por muito tempo, a literatura identificou a atuação empresarial em mercado como aquela realizada por meio de uma rede de contratos estáveis de circulação de bens e serviços²⁷⁹. A firma, organizada e integrada verticalmente, teria surgido a partir da reprodução da distribuição de fatores de produção²⁸⁰. Antes, era organizada em regime de competição, dentro da unidade produtiva, de modo a reduzir os custos de transação antes em um sistema de preços, e, agora, organiza-se sob o vetor da firma. Os conflitos gerados pela competição e pela assimetria informacional nos contratos entre empresários geram riscos que, internalizados, reduzem os custos de transação. Os contratos, no entanto, não deixam de existir, são eles equilibrados dentro da firma²⁸¹.

O que parece ser um retrocesso na história, é, na realidade, resultado de uma nova conjuntura social ligada à dinamicidade do mundo contemporâneo e aos limites da firma.

A velocidade dos avanços tecnológicos, principalmente nos setores de informação e comunicação, geraram uma necessidade de fácil adaptação dos agentes econômicos às mudanças constantes em mercado. Não basta internalizar esses custos de transação se a contrapartida é adotar uma estrutura empresarial rígida que não permite a adaptação às mudanças para continuidade em mercado. Essa nova realidade “pede um sistema de flexibilidade produtiva, adaptabilidade, capacidade de inovação e colaboração”²⁸². Isto é, evita-

279 CAFAGGI, Fabrizio. **Contractual Networks, Inter-Firm Cooperation and Economic Growth**. MPG Books Group, 2011, p. 1.

280 COASE, Ronald H. **The Nature of the Firm**: Origin. Journal of Law, Economics, & Organization, Oxford University Press, v. 4, n. 1, 1988, p. 4.

281 JENSEN, Michael C; MECKLING, William H. **Theory of the firm**: managerial behavior, agency costs and ownership structure. Journal of Financial Economics, Amsterdam, v. 3, n. 4, 1976, p. 311.

282 EICK, Fernando Gemelli. **Redes contratuais no direito brasileiro**. São Paulo: Almedina, 2022, p. 31.

se “a internalização de atividades em sua cadeia, haja vista o risco de que elas, ulteriormente, convertam-se em rigidez, para o caso de eventual estratégia de adaptação da empresa frente ao surgimento de novas tecnologias”²⁸³. Esse fenômeno é facilmente observado em mercados que passam por transformações disruptivas, mas também pode ser observado em mercados em que há uma maior necessidade de especialização das etapas produtivas, ao redor do mundo, abrangendo desde grandes a pequenas empresas.

As estruturas organizacionais das empresas rígidas, com centros de comando delimitados, rigidez, hierarquia e subordinação, têm sido substituída por aquelas maleáveis, com diversos centros de comando fluidos, estruturados em redes interativas, com múltiplos canais decisórios e fluxo de informações entre eles²⁸⁴. Essa nova estrutura consegue abranger os mais diversos tamanhos de empresa, com os mais diferentes tipos societários.

Ainda, a firma encontra limites de governança: por vezes, chega a tamanho tal que se torna inviável a organização eficiente da atividade econômica internamente. Nesse ponto, é menos custoso lidar com as inseguranças do sistema de preços do mercado do que continuar a internalizar os custos de transação dentro da grande firma²⁸⁵. É isto que coloca Comparato, no sentido de que, no mundo inteiro, há “uma preferência marcante pela adoção do sistema reticular, em que a vinculação entre as unidades empresariais já não se faz em termos de participação societária no capital, mas adota antes a forma de uma rede de contratos estáveis”²⁸⁶. Na tendência pós-moderna de especialização flexível e terceirização da atividade produtiva, a produção industrial

283 YAMASHITA, Hugo Tubone. **Cooperação empresarial**: contratos híbridos e redes empresariais. São Paulo: Almedina, 2022, p. 55.

284 FARIA, José Eduardo. **O Direito na Economia Globalizada**. São Paulo: Malheiros, 1999, p. 73.

285 COASE, Ronald H. **The nature of the firm**. Economica, London, v. 4, n. 16, p. 386-405, nov. 1937. Também nesse sentido, WILLIAMSON, Oliver E. **Transaction-Cost Economics**: The Governance of Contractual Relations. Journal of Law and Economics, v. 22, n. 2 (out., 1979), pp. 233-261.

286 COMPARATO, Fabio Konder. **Estado, empresa e função social**. RT/Fasc. Civ., ano 85, v. 732, out/1996, p. 40.

é caracterizada pela desverticalização (preferência de relações contratuais estáveis e de longa duração) e pela integração contratual (rede de relações empresariais por meio de contratos)²⁸⁷, que formam essas empresas reticulares.

Ao contrário do que se poderia imaginar (que essa transferência de parte da cadeia produtiva da empresa para o mercado resultaria na adoção do sistema de preços), as empresas encontraram técnicas contratuais de criar relações de subordinação entre sociedades de uma mesma cadeia produtiva que não se baseiam em propriedade de capital, mas em controle externo que cria unidade empresarial²⁸⁸. A empresa reticular, desse modo, conserva a estrutura de controle, mas, dessa vez, externo, sob a forma contratual dos outros elementos da cadeia de produção, mesmo que diante do abandono da técnica de participação societária²⁸⁹.

Esse fluxo não deve ser ignorado e a realidade deve ser priorizada. A dinâmica histórica de contratos para participação societária e de participação societária para contratos é uma dinâmica que cria novas estruturas que mascaram a concentração progressiva do poder em mercado e que o Direito deve alcançar. Nesse sentido, o reconhecimento da estruturação da macroempresa moderna em um sistema reticular é premissa para entender a relevância de identificar que determinados contratos empresariais não se tratam apenas de veste jurídica de relações econômicas entre entes independentes, mas de instrumento de formação de grandes estruturas empresariais.

287 EICK, Fernando Gemelli. **Redes contratuais no direito brasileiro**. São Paulo: Almedina, 2022, p. 45.

288 MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Empresa contemporânea e o direito societário**. São Paulo: Editora Juarez de Oliveira, 2002, p. 126.

289 COMPARATO, Fabio Konder. **Estado, empresa e função social**. RT/Fasc. Civ., ano 85, v. 732, out/1996, p. 40.

2. A UNIDADE EMPRESARIAL: REDES CONTRATUAIS, DEPENDÊNCIA ECONÔMICA E CONTROLE EXTERNO

A formação dessa macroempresa é resultado de algo anterior, que está no núcleo da organização essencial da vida econômica contemporânea: “a interferência de terceiros sobre sociedades empresárias (...) uma espécie de controle no qual conserva-se a independência jurídica entre as sociedades e que, porém, suprime ou mitiga a sua independência econômica”²⁹⁰. Há, contudo, um elemento econômico muito relevante: a escolha pela não internalização dos custos de transação na empresa²⁹¹ e a organização da atividade econômica em redes contratuais é, em geral, menos eficiente, a não ser que a contratante mantenha um elevado nível de controle sobre a atividade da controlada²⁹².

Ao contrário do que se possa pensar de início, relacionado aos estáveis contratos de colaboração empresarial²⁹³, não apenas as cláusulas contratuais conferem esse elevado nível de controle de uma empresa sobre a outra. A própria estrutura relacional que se instaura na rede de contratos é o que forma um vínculo firme na cadeia de produção.

Nessa cadeia de produção, nenhum dos agentes detém o controle sobre todas as etapas do processo produtivo²⁹⁴, ele é dissipado entre entes e controlado por meio de contratos. Em virtude disso, “o enfoque do estudo das redes contratuais não está centrado na máxima utilização individual, centrada em apenas objetivos egoísticos, mas

290 PRATA DE CARVALHO, Angelo. **O controle empresarial externo no direito da concorrência**. Revista de Defesa da Concorrência, v. 9, 2021, p. 208

291 COASE, Ronald H. **The Nature of the Firm**: Origin. Journal of Law, Economics, & Organization, Oxford University Press, v. 4, n. 1, 1988, p. 4.

292 DICKERSON, Claire Moore. **Spinning Out of Control**: the Virtual Organization and Conflicting Governance Vectors. University of Pittsburgh Law Review, n. 49, 1932, p. 759.

293 FORGIONI, Paula A. **Contratos empresariais**: teoria geral e aplicação. 8. ed. rev. e atual. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2023, p. 187.

294 TEUBNER, Gunther. **Networks as connected contracts** [edição eletrônica]. Oxford: Hart Publishing, 2011, p. 211.

sim na maximização de ganhos e minimização de custos e riscos em prol de toda a rede”²⁹⁵.

Esses novos contratos têm novos padrões, com características majoritariamente relacionais, explica Yamashita, cuja forma de contratação não está no mercado (com transferência de valores entre patrimônios separados), nem na hierarquia (com a afetação de ativos para o desenvolvimento de empreendimento comum, visando ao partilhamento de resultados), mas em um meio termo em que há uma cooperação com a “exploração de ativos complementares das partes, que mantêm interesses, embora convergentes, distintos”²⁹⁶. Nesse sentido, estão entre a empresa estruturalmente considerada e as relações comerciais de mercado.

Para a caracterização da empresa reticular como grupo econômico externo, não se pode confundi-la com a rede contratual em que há dependência econômica entre os contratantes, mas não interesse comum representativo da firma. Ocorre, no entanto, que esses conceitos se confundem em razão das características dos contratos em que há convergência de interesses (isto é, “na cooperação, de modo oposto, a intensa interação entre as partes é uma premissa e uma deve coalescer com os interesses da outra”²⁹⁷) e da aplicação confusa do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE) e dos doutrinadores, que misturam conceitos relacionados a influência relevante²⁹⁸ e a dependência econômica²⁹⁹.

295 EICK, Fernando Gemelli. **Redes contratuais no direito brasileiro**. São Paulo: Almedina, 2022, p. 42.

296 YAMASHITA, Hugo Tubone. **Cooperação empresarial**: contratos híbridos e redes empresariais. São Paulo: Almedina, 2022, p. 91.

297 YAMASHITA, Hugo Tubone. **Cooperação empresarial**: contratos híbridos e redes empresariais. São Paulo: Almedina, 2022, p. 62.

298 Fala-se em “união de centros decisórios em áreas estratégicas que levem a uma coordenação ou comportamento cooperativo” e em “orientações gerais centrais” nos processos n. 08700.011105/2012-51 e n. 08700.005448/2010-14.

299 COMPARATO, Fabio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2014, p. 136.

“A dependência econômica não constitui por si só disfunção nos contratos, sendo inclusive natural em alguns arranjos”³⁰⁰. Nesse sentido, é natural que sejam firmados com dependência econômica, mas que não caracterizem, per se, vínculo de controle. Tanto são naturais que, em contratos de longa duração, há a forte tendência de surgimento de relação de dependência econômica entre os contratantes³⁰¹.

Conceito relacionado às doutrinas francesa³⁰² e nacional³⁰³, dependência econômica é definida por Ramos como aquela em que há “influência decisiva de poder de uma das partes para impor circunstâncias e condições à outra, que as aceita para manter o contrato e se manter no mercado”³⁰⁴. É nesse sentido que estão, por exemplo, as hipóteses de dependência de sortimento, dependência empresarial e dependência passageira ou conjuntural³⁰⁵. No entanto, ao contrário do controle externo, “a existência de dependência econômica não importa necessariamente na supressão da vontade da parte dependente, que, no mais das vezes (...), tem interesse e retira proveito econômico dessa relação”³⁰⁶.

300 PRATA DE CARVALHO, Angelo. **Controle Empresarial Externo** - A intervenção sobre a política financeira como critério de responsabilização do controlador. Rio de Janeiro: Processo, 2020, p. 156.

301 ARAÚJO, Paulo Dóron Rehder De. **Prorrogação compulsória de contratos a prazo**. Tese (Doutorado em Direito) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2011, p. 151. Ver também RAMOS, Vitor de Paula. **A dependência econômica nos contratos de longa duração**. Revista Brasileira de Direito Civil - RBDCivil. Belo Horizonte, v. 20, p. 17-38, abr./jun/ 2019.

302 Ver VIRASSAMY, George. **Les contrats de dependence**. Paris: LGDJ, 1986 e BOUARD, Fabrice de. **La Dépendance Économique Née d'un Contrat**. Paris: LGDJ, 2007.

303 Ver DINIZ, Gustavo Saad. **Dependência econômica nos acordos verticais**. Revista de Direito Privado, v. 59, jul./set. 2014.

304 RAMOS, Vitor de Paula. **A dependência econômica nos contratos de longa duração**. Revista Brasileira de Direito Civil - RBDCivil. Belo Horizonte, v. 20, p. 17-38, abr./jun/ 2019, p. 23.

305 SALOMÃO FILHO, Calixto. **Direito concorrencial**: as condutas. São Paulo: Malheiros, 2003, pp. 213-216.

306 PRATA DE CARVALHO, Angelo. **Controle Empresarial Externo** - A intervenção sobre a política financeira como critério de responsabilização do controlador. Rio de Janeiro: Processo, 2020, p. 160.

Especificamente quanto a contratos de distribuição³⁰⁷, Forgioni coloca que, quando há dependência econômica, pode haver exploração oportunista de uma parte em relação àquela que está em posição de sujeição, e diferencia a situação de dependência econômica, em que a independência e indiferença é em relação a outro agente econômico específico, da situação de posição dominante, em que essas características são em relação ao mercado³⁰⁸. No mesmo sentido, Prata de Carvalho também diferencia influência dominante de dependência econômica, colocando que, enquanto a “influência dominante consistirá no elemento fático e autoridade no elemento de gestão, a dependência econômica se apresenta como critério econômico de identificação do controle externo”³⁰⁹.

A dependência econômica não se confunde com o controle externo. A dependência econômica individualiza situações negociais relevantes para o direito concorrencial, já o conceito de controle é de direito societário. Apesar disso, dependência econômica (seja absoluta, em que todos os agentes do mercado são dependentes do monopolista, seja relativa, em uma relação negocial específica) é um elemento para identificação de situações de controle externo³¹⁰. A dependência pode ser tanto do comprador, quanto do vendedor.

307 Esses contratos – em que um distribuidor adquire produtos de um fornecedor para revendê-los em determinado território – são interessantes para explorar os conceitos de dependência econômica e de posição dominante, pois são contratos de duração que criam um relacionamento entre as partes que vincula o desempenho da atividade econômica de cada uma delas.

308 FORGIONI, Paula A. **Contrato de distribuição**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2008, p. 347.

309 PRATA DE CARVALHO, Angelo. **Controle Empresarial Externo** - A intervenção sobre a política financeira como critério de responsabilização do controlador. Rio de Janeiro: Processo, 2020, p. 163.

310 COMPARATO, Fabio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2014, p. 84.

3. CARACTERIZAÇÃO DO GRUPO ECONÔMICO POR CONTROLE EXTERNO

A doutrina e a jurisprudência sobre controle externo no Brasil é escassa. Do pouco que se encontrou, a percepção sobre o controle externo divide-se entre o direito societário e o direito concorrencial. Enquanto no direito societário o objetivo é tutelar o interesse social e não há previsão expressa de controle externo na lei, no direito concorrencial, o objetivo é estimular as estruturas interessantes à livre concorrência em mercado e há previsão expressa de controle, que leva a um amplo reconhecimento da existência de controle externo e maior desenvolvimento dos critérios para a sua aplicação.

Para o levantamento doutrinário, a ideia desta pesquisa surgiu do texto “Estado, empresa e função social” do professor Fabio Konder Comparato³¹¹, que apresenta a rede de contratos estáveis como nova forma de estruturação das macroempresas modernas. A partir dele, foram coletadas os textos citados, que forneceram um bom parâmetro de termos que envolviam o objeto da pesquisa: “redes contratuais”, “grupo externo”, “controle externo”, “cadeia de produção”, “dependência econômica”, “empresa reticular” e “concentração não societária”. Com esses termos, formou-se a bibliografia que fundamenta o presente trabalho, doutrina que se mostrou incipiente sobre controle externo no direito concorrencial e societário brasileiro. A metodologia esteve alinhada com o objetivo de encontrar o que a doutrina brasileira, especificamente, fala sobre o tema.

Para o levantamento jurisprudencial, foram analisadas as decisões dos bancos de dados do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE), da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), do Superior Tribunal de Justiça (STJ) e do Tribunal de Justiça de São Paulo (TJSP) anteriores a outubro de 2024. Escolheu-se o CADE por ser o órgão responsável pelo controle concorrencial. No mesmo sentido, a CVM pelo seu papel sancionador no direito societário e o STJ e TJSP pela

³¹¹ COMPARATO, Fabio Konder. **Estado, empresa e função social**. Revista dos Tribunais, v. 732, n. 85. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1985, p. 40.

análise judicial de conflitos contratuais e societários. Em todos eles, pesquisou-se pelos termos “grupo externo” e “controle externo” nas bases de dados públicas de cada um dos órgãos. Os resultados foram escassos. A maior parte da jurisprudência encontrada foi no CADE (com 60 resultados), seguida da CVM (12 resultados), do STJ (com um único julgado antigo) e de nenhum achado no TJSP. Diversos julgados encontrado tratavam de “controle externo” no âmbito do direito administrativo, cujo sentido não se confunde com o controle externo empresarial. Por essa razão, foi feita uma filtragem que resultou na jurisprudência analisada neste artigo.

Os resultados foram divididos neste capítulo entre o direito societário (3.1) e o direito concorrencial (3.2).

3.1 O DIREITO SOCIETÁRIO

Um grupo econômico, no direito societário, é o resultado da subordinação de várias entidades economicamente dependentes entre si destituído de qualquer individualidade jurídica própria³¹². Os grupos econômicos podem ser de direito - quando formalmente constituído por meio de convenção arquivada perante o registro do comércio, nos termos do art. 269 da Lei nº 6.404/1976 - ou de fato - existente na realidade, mas sem formalização por meio de convenção entre as sociedades componentes³¹³. Este último é o mais comum, enquanto aquele, embora tutelado expressamente, é de rara adoção³¹⁴.

O grupo de fato é, para Nelson Eizirik, “aquele integrado por sociedades relacionadas tão somente por meio de participação

312 ANTUNES, José Engrácia. **Os grupos de sociedades:** estrutura e organização jurídica da empresa plurissocietária. Coimbra: Almedina, 2002, p. 65.

313 CASTRO, Marina Grimaldi de. **As definições de grupo econômico sob a ótica do direito societário e do direito concorrencial: entendimentos doutrinários e jurisprudências acerca da responsabilidade solidária entre seus componentes.** In: Gina Vidal Marcílio Pompeu; Everton das Neves Gonçalves. (Org.). Direito e Economia I. v. 1. 1. ed. Florianópolis: CONPEDI, 2014, p. 4.

314 VIO, Daniel. **Ensaio sobre os Grupos de Subordinação, de Direito e de Fato, no Direito Societário Brasileiro.** Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (Tese de Doutorado), 2014, p. 269.

acionária, sem que haja entre elas uma organização formal ou obrigacional”³¹⁵. Os grupos econômicos de fato são, geralmente, para o direito societário, formados por meio de sociedades coligadas, disciplinadas entre os artigos 1.097 e 1.100 do Código Civil, e ligadas pelo controle interno, que é aquele exercido por meio de participação societária, tal como disciplina a Lei 6.404/1976, nos artigos 116 e 243, §2º.

Expressamente, a lei societária fala apenas de controle interno (aquele exercido pelo acionista, internamente nas decisões sociais da companhia), não de controle externo (exercido, por exemplo, por credor). No entanto, é sabida a dissociação entre propriedade e controle³¹⁶, não bastando, nem sendo necessário, a propriedade acionária para configuração de situações de controle. A pergunta que resta é: pela ausência de disciplina positivada própria, não há controle externo no direito societário?

3.1.1 A AUSÊNCIA DE TUTELA: INSEGURANÇA JURÍDICA

Apesar do reconhecimento do poder de controle ter sido um importante passo da nossa lei societária, a sua definição parece ser restrita ao controle interno. Não é isso, contudo, que ocorre em outros países, havendo espaço para a discussão sobre essa limitação.

Em Portugal, estabelece-se, no artigo 486 do Código das Sociedades Comerciais, que “considera-se que duas sociedades estão em relação de domínio quando uma delas, dita dominante, pode exercer diretamente, ou por sociedades ou pessoas que preencham os requisitos indicados no art. 483, n.2, sobre a outra dita dependente, uma influência dominante”³¹⁷. Na Alemanha, o parágrafo 17 da Lei de

315 EIZIRIK, Nelson. **A lei das S/A comentada.** v. 3. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 515.

316 Nesse sentido, BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. **The modern corporation and private property.** New York: Routledge, 2017.

317 PORTUGAL. **Decreto Lei n. 262/86.** Código das Sociedades Comerciais. 02 de setembro de 1986. Disponível em: <https://diariodarepublica.pt/dr/detalhe/decreto->

1965 estabelece que uma empresa dominante pode exercer influência dominante de forma direta ou indireta sobre aquelas empresas dependentes, nomeando tipos de contratos nos quais há subordinação jurídica³¹⁸. O projeto de sociedade anônima europeia também o define sob o critério de influência dominante.

Partindo desses referenciais, Munhoz defende *lege ferenda* a adoção de uma definição do poder de controle que abranja o controle gerencial e o controle externo, no sentido de que “é controladora a pessoa, natural ou jurídica, que, individualmente, ou em conjunto com outras, é titular do poder de, direta ou indiretamente, dirigir a atividade social e orientar o funcionamento dos órgãos da sociedade”³¹⁹. Porém, a resposta pode ser *lege lata*. Defende Ferreira de Macedo que “a parametrização proposta pela redação do artigo 115 não tem caráter de uma definição essencial e abstrata, de cunho ontológico, mas sim de um conceito operacional, um instrumento prático de aplicação de um sistema normativo específico”³²⁰.

Não é como outrora se manifestou o STJ. Em decisão antiga³²¹, de 1989, o Tribunal decidiu que “inexiste vínculo societário, tornando-se difícil aceitar, em face do nosso sistema jurídico, a existência de ‘grupo econômico com subordinação externa’”. Dessa forma, afastou-se a possibilidade de alguém que não participa da constituição acionária de uma companhia encontrar-se na posição de controlador. Coloca Macedo, contudo, que o “Egrégio Superior Tribunal de Justiça, que, na ocasião, chegou a uma decisão não só equivocada, mas de todo

lei/262-1986-220107. Destaco a “influência dominante” como elemento caracterizador do controle externo.

318 “§17. 1 - Abhängige Unternehmen sind rechtlich selbständige Unternehmen auf die ein anderes Unternehmen (herrschendes Unternehmen) unmittelbar oder mittelbar einen beherrschenden Einfluss ausüben kann.” Disponível em: https://www.gesetze-im-internet.de/aktg/_17.html.

319 MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Empresa contemporânea e o direito societário**. São Paulo: Editora Juarez de Oliveira, 2002, p. 255.

320 MACEDO, Ricardo Ferreira de. **Controle não societário**. Rio de Janeiro: Renovar, 2004, p. 96.

321 STJ, REsp 1989/0010107-2, Rel. Min. Barros Monteiro, 4^a Turma, j. 24.10.1989, DJE 20.11.1989.

prejudicial ao desenvolvimento jurisprudencial do direito societário brasileiro”³²².

Ocorre que o controle externo não é exceção do direito concorrencial. Na realidade, mesmo o direito tributário, mais aderente à realidade econômica do que aos conceitos jurídicos tradicionais”³²³, no Decreto n. 7.212, de 15 de junho de 2010, considera haver firmas interdependentes em virtude de relações comerciais, como se depreende do art. 612, III³²⁴.

Além das consequências claras da impunidade de atos de abuso de poder de controle externo³²⁵, a inércia jurídica do direito societário atrasa a identificação de critérios de verificação de situação de concentração econômica e, consequentemente, a aplicação segura do controle externo pelo direito concorrencial³²⁶.

3.1.2 REQUISITOS NA DOUTRINA SOCIETÁRIA

O controle externo é reconhecido pela doutrina do direito societário como uma modalidade do controle. É controlador quem de fato impõe a vontade nos atos sociais e dirige o processo empresarial,

322 MACEDO, Ricardo Ferreira de. **Controle não societário**. Rio de Janeiro: Renovar, 2004, p. 148.

323 COMPARATO, Fabio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2014, p. 85.

324 “Art. 612. Considerar-se-ão interdependentes duas firmas: III - quando uma tiver vendido ou consignado à outra, no ano anterior, mais de vinte por cento no caso de distribuição com exclusividade em determinada área do território nacional, e mais de cinquenta por cento, nos demais casos, do volume das vendas dos produtos tributados, de sua fabricação ou importação.”

325 Como coloca Angelo Prata de Carvalho, “a ausência de elementos dogmáticos consistentes para a identificação desse fenômeno pode levar, sobretudo no Direito Societário, a situações nas quais, em que pese a constatação de exercício de poder de fato, nega-se o controle externo em virtude da ausência de previsão legal” em PRATA DE CARVALHO, Angelo. **Controle Empresarial Externo** - A intervenção sobre a política financeira como critério de responsabilização do controlador. Rio de Janeiro: Processo, 2020, p. 211.

326 MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Empresa contemporânea e o direito societário**. São Paulo: Editora Juarez de Oliveira, 2002, p. 316.

o que pode ocorrer interna (mediante o prevalecimento dos votos) ou externamente (mediante fatores extra-societários)³²⁷.

Distinta da definição concorrencial, a finalidade de se definir controle externo no direito societário deve se ater aos fins próprios da disciplina societária³²⁸. O direito concorrencial tem por objetivo manter ou garantir a manutenção de estruturas de mercado consideradas desejáveis do ponto de vista econômico, de tal modo que a ideia de influência dominante seria suficiente para definir controle externo. Já no direito societário, a preocupação é com a determinação por interesses estranhos aos interesses da sociedade dos destinos do patrimônio social, não sendo suficiente o critério da influência dominante.

O controle externo, então, pode se caracterizar quando presentes a extensão do controle a toda a atividade social e órgãos da sociedade, com um caráter não eventual, que impossibilita a controlada de se retirar da orientação do controlador por estar sob ameaça de grave sanção jurídica ou econômica³²⁹. Em livro da CVM dedicado a sistematizar o direito do mercado de valores mobiliários, reconhece-se que o controle externo, não societário, existe e é exercido mediante influência dominante³³⁰, elemento extrasocietário. São listadas três situações em que pode se configurar controle externo. Primeiro, a situação em que o fornecedor da companhia encontra-se em situação de oligopólio ou monopólio. Segundo, a situação de dependência de uma sociedade industrial em relação ao comprador que adquire, com exclusividade, toda a sua produção (pode ser outra sociedade, empresa individual ou mesmo o Estado). Terceiro, a situação de extremo endividamento da sociedade, em que o credor, geralmente

327 CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas**. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2003, p. 486.

328 COMPARATO, Fabio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2014, p. 78.

329 PEREIRA, Guilherme Döring da Cunha. **Alienação do poder de controle acionário**. São Paulo: Saraiva, 1995.

330 CVM. **Direito do mercado de valores mobiliários**. 2. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2022, p. 397.

instituição financeira, passa a dominar a devedora em razão do seu direito de crédito, o que ocorre, por exemplo, com o empenho das ações representativas do bloco de controle para garantir a dívida contraída pela sociedade.

Comparato³³¹ também lista uma série de situações de fato em que o poder de controle se apresenta sem participação societária. No caso de endividamento da sociedade, há as situações de contratos de empréstimo com caução do bloco de controle como garantia do crédito e de subordinação empresarial à influência da massa de debenturistas. Em relação à primeira, existe uma situação de direito que permite uma melhor visualização do controle. Em relação à segunda, existe mais uma situação de fato, pois, embora o direito societário brasileiro não conceda direitos de interferência na vida societária aos debenturistas, as suas decisões, principalmente quando as debêntures são conversíveis em ações, podem impactar as decisões empresariais. Também são trazidas as sociedades em conta de participação cujo sócio ostensivo depende de forma absoluta do sócio oculto, não apenas financeiramente, mas em toda a atividade. Assemelham-se a essa hipótese os contratos de concessão exclusiva e de franquia. Nos contratos de concessão exclusiva, a dependência do concessionária pode resultar da imposição da cláusula de aprovisionamento. Nos contratos de franquia, a Lei de Propriedade Industrial, no art. 139³³², atribui ao concedente do uso da marca o direito de exercício de controle efetivo das características dos produtos e serviços, coração da atividade empresarial da franqueada. Ainda, os casos de monopólio do Estado como fornecedor exclusivo de produtos ou serviços e os casos

331 COMPARATO, Fabio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2014, pp. 79-88.

332 “Art. 139. O titular de registro ou o depositante de pedido de registro poderá celebrar contrato de licença para uso da marca, sem prejuízo de seu direito de exercer controle efetivo sobre as especificações, natureza e qualidade dos respectivos produtos ou serviços.”

de monopólio de técnicas e recursos tecnológicos (impulsionados pela legislação internacional de propriedade industrial³³³).

Munhoz³³⁴, do mesmo modo, traz diversas situações em que há controle externo, mas define que o controle externo se caracterizaria pela sujeição em diversos graus de uma ao comando da outra. Há contratos, em específico, que podem apresentar controle externo (franquia, representação de concessão mercantil, transferência de tecnologia, financiamento bancário), que poderiam facilmente ser um a um submetidos ao crivo do CADE no controle de estruturas. Há também situações que levam ao controle externo, como é o caso dos monopólios ou dos monopsônios, em que falta outro fornecedor ou outro adquirente, de tal modo que um ente econômico fica na esfera de decisão da outra. Estas últimas hipóteses são mais interessantes, pois representam uma via de mão dupla: a formação de redes contratuais na cadeia de produção em um ambiente monopolista tanto tem no monopólio a causa, quanto tem por consequência o estímulo ao monopólio, impedindo que outros agentes entrem em mercado e contratem com fornecedores, pois estes já estão todos concentrados em uma única empresa reticular.

Em obra específica sobre o tema, Prata de Carvalho sustenta que “o evento apto a qualificar relação de controle externo é a definição da política financeira”³³⁵. Nesse sentido, “a influência dominante é parte integrante de um processo de dominação que, na medida em que se torna efetivo, traduz-se em controle externo apto a instaurar relação grupal de subordinação”³³⁶. A medida dessa influência dominante seria a intervenção na política financeira da empresa.

333 SALOMÃO FILHO, Calixto. **Teoria crítico-estruturalista do direito comercial**. 1. ed. São Paulo: Marcial Pons, 2015, p. 140.

334 MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Empresa contemporânea e o direito societário**. São Paulo: Editora Juarez de Oliveira, 2002, p. 126.

335 PRATA DE CARVALHO, Angelo. **O controle empresarial externo no direito da concorrência**. Revista de Defesa da Concorrência, v. 9, 2021, p. 220.

336 PRATA DE CARVALHO, Angelo. **Controle Empresarial Externo** - A intervenção sobre a política financeira como critério de responsabilização do controlador. Rio de Janeiro: Processo, 2020, p. 129.

Quanto aos critérios para caracterização do controle externo, a dependência econômica continua a ser trazida como fator essencial à definição. No entanto, não é o único elemento capaz de caracterizar o controle externo para o direito societário. Extrai-se da doutrina os requisitos de (i) imposição da vontade nos atos sociais, (ii) direção do processo empresarial, (iii) caráter não eventual, (iv) impossibilidade da controlada de se retirar da orientação do controlador e (v) o reflexo dos interesses da controladora na atividade social da controlada. A cláusula aberta de “influência dominante” não traz a precisão necessária de quais características devem ser consideradas para a completude do controle externo³³⁷.

A doutrina faz mais uma análise casuística a partir do exercício efetivo do poder de controle que gera a determinação da atividade empresarial de uma sociedade pelos interesses de outra do que elenca requisitos ou define objetivamente o controle externo.

Quanto ao regime jurídico, a doutrina é majoritária no sentido de que não incide ao controlador externo os deveres e responsabilidades próprios do acionista controlador³³⁸. Toma por fundamento aquela decisão do STJ, que parece ultrapassada frente à realidade e a doutrina mais atualizada. Principalmente na discussão quanto ao controle externo por superendividamento da sociedade, a doutrina entende que os deveres e responsabilidades próprios do acionista controlador não sujeitariam o controlador externo, já que ele é credor, não acionista. Isto é, o credor, mesmo que exerça certo controle sobre a sociedade, não tem um dever de orientar as suas decisões pelo interesse social, mas pode orientá-las pelo seu próprio interesse, diferindo do acionista. Afinal, o acionista, enquanto titular de uma unidade do capital, efetivamente participa da sociedade, já o credor tem tão somente ingerência externa, que é limitada, devendo observar apenas o seu próprio interesse e preservar o seu próprio direito de

337 COMPARATO, Fabio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2014, pp. 59 e 60.

338 EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A comentada**. v. 1. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 667.

exigir o pagamento do crédito³³⁹. No mesmo sentido, “os interesses do contratante externo são inteiramente diversos dos interesses sociais ou dos interesses dos acionistas, majoritários ou minoritários”³⁴⁰. Mas se é verdade que não há sujeição do credor ao regime jurídico do controle, para que serviria esta classificação jurídica?

3.1.3 REQUISITOS NA JURISPRUDÊNCIA DA CVM

Por óbvio, a tutela do direito societário não se limita ao poder sancionador da CVM. O direito societário, como um todo, envolve matérias tanto do CC, quanto da LSA, sendo objeto de incontáveis ações nos tribunais. Contudo, em pesquisa no STJ e no TJSP, nada foi encontrado no TJSP e apenas uma decisão antiga foi encontrada no STJ³⁴¹.

No TJSP, não foram encontrados julgados em que se falasse expressamente em “controle externo” ou em “controlador externo”. Outras nomenclaturas são utilizadas para definir o mesmo fenômeno, como “controle de fato” ou uma modalidade de “controle indireto” em virtude de relações contratuais.

A exemplo, foi encontrado o Agravo de Instrumento nº 2097667-93.2016.8.26.0000³⁴², no qual as agravantes haviam sido impedidas de participarem da votação do plano de recuperação judicial, nos termos do art. 43 da Lei de Recuperação Judicial e Falência (LRJF), por serem acionistas controladores de fato da sócia da devedora. No recurso, as agravantes alegam não serem controladoras nem da sócia, nem da devedora, pois (i) não são acionistas e o ordenamento

339 BORBA, José Edvaldo Tavares. **Direito societário**. 19. ed. Barueri: Atlas, 2022, pp. 242-243.

340 COSTA, Carlos Celso Orcesi da. **Controle externo nas companhias**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo: Malheiros, v. 44. out./dez. 1981, p. 73.

341 STJ, **REsp 1989/0010107-2**, Rel. Min. Barros Monteiro, 4^a Turma, j. 24.10.1989, DJE 20.11.1989.

342 TJSP, **AI nº 2097667-93.2016.8.26.0000**, 2^a Vara de Falências e Recuperações Judiciais, Rel. Des. Cai Marcelo Mendes de Oliveira, j. 13.03.2017.

jurídico exigiria a titularidade de ações ou quotas para a configuração do controle, (ii) a promoção da substituição dos administradores de outra sociedade não caracterizaria interferência permanente, que seria requisito exigido pela legislação societária para a configuração do controle, (iii) a titularidade e o exercício de direitos de crédito não seria suficiente para equiparar o credor a acionista; e (iv) a posição de acionista controlador não poderia ter sido transferida por meio da celebração dos instrumentos de cessão. Decidiu-se que “os elementos de convicção constante dos autos evidenciam controle de fato uma das recuperadas (...) em razão do negócio jurídico que celebraram (...) independentemente de serem, ou não, titulares de ações das sociedades controladas, uma vez que se trata, frise-se, de hipótese de controle indireto ou de fato, e não de controle direto ou de direito”. Ainda, reconheceu-se que a substituição dos administradores uma única vez não traduziria ausência de interferência permanente “porque as agravantes são as atuais detentoras, por força de contrato, do poder de implementar tais medidas, de forma unilateral e a qualquer tempo, tantas vezes quanto quiserem”. Por fim, “não há como negar a existência de controle total, ainda que de forma indireta, independentemente de fraude ou má-fé, ao ensejo da cessão de direitos, quando uma sociedade dispõe, mesmo que força de sua condição de cessionária, de tamanho poder sobre a destituição e nomeação dos administradores de outra”.

O que se extrai desse acórdão, no entanto, é uma confusão de terminologias. O desembargador relator trata de hipótese que se enquadra perfeitamente na ideia de controle externo, em que, em virtude de contrato, uma empresa tem poderes diretivos sobre a outra, mas chama isso ora de “controle indireto”³⁴³, ora de “controle de fato”³⁴⁴.

343 “Controle indireto” geralmente diz respeito ao controle exercido dentro da cadeia de participações societárias, isto é, o controlador do controlador controla a controlada, não controle exercido por entidade externa à cadeia.

344 “Controle de fato” é um termo incerto na doutrina, geralmente usado para definir situações em que o controlador de fato não é o que tem a maioria do capital. No entanto, Comparato traz como exemplo de controle de fato exatamente a hipótese apresentada, *in termis*: “O que não significa, todavia, que o controle de fato seja, necessariamente,

Enfim, embora a falta de jurisprudência que cite expressamente o controle externo como mecanismo de controle não represente exatamente uma posição jurisprudencial, certamente significa que “controle externo” não é um argumento utilizado pelos advogados quando tentam evitar rescisão contratual, revisar cláusulas contratuais ou responsabilizar credores. Ou o controle externo é uma elucubração da mais alta academia³⁴⁵, ou apenas não é utilizada por ter o seu regime tortuoso, indefinido pela lei e pela jurisprudência.

Na CVM, foram encontrados algumas decisões interessantes, o que parece demonstrar uma maior atualização nos litígios envolvendo companhias abertas, quando comparada ao Judiciário, em relação aos mais novos debates doutrinários quanto à disciplina do poder de controle. A maior parte dos casos diz respeito a controvérsia sobre entidades de previdência complementar terem por patrocinadora a controladora e, portanto, serem impedidas de votar em eleição em separado destinada aos acionistas minoritários. Em nenhum deles houve reconhecimento da existência de controle externo no caso concreto. Em apenas um julgado mais recente, sobre outro tema, reconheceu-se o controle externo como uma modalidade de controle, mas sem consequências práticas³⁴⁶.

No Caso Sudameris³⁴⁷, de 2004, o Colegiado entendeu que a Fundação Sudameris era independente da patrocinadora, seja do

antijurídico. Assim, por exemplo, no caso da companhia insolável, submetida ao poder de controle de seu principal credor, antes mesmo da execução. Não há previsão legislativa de que o credor possa, na hipótese, comandar efetivamente a sociedade, mas a sua ingerência nos negócios sociais poderá, conforme as circunstâncias, transformá-lo em sócio oculto” (COMPARATO, Fabio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2014, nota de rodapé 107).

345 No único caso encontrado, o STJ argumentou não haver controle externo societário no Brasil, contrariando o fundamento acadêmico trazido no parecer de Fábio Konder Comparato. Ver COMPARATO, Fábio Konder. **Direito empresarial: estudos e pareceres**. São Paulo: Saraiva, 1995, pp. 270-291.

346 CVM, **Processo Administrativo Sancionador nº 19957.011669/2017-11**, Rel. Diretor Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo, j. 19.9.2023.

347 CVM, **Processo Administrativo Sancionador TA-RJ nº 2001/9686**, Rel. Diretor Luiz Antônio de Sampaio Campos, j. 12.08.2004.

ponto de vista organizacional, seja do ponto de vista econômico. Apesar disso, entendeu cabível, em tese, a acusação formulada. Isto é, entendeu que, em situação de dependência da entidade, organizacional ou economicamente, da patrocinadora, os acionistas poderiam representar, de fato, os interesses do acionista controlador e, assim, serem impedidos de votar.

No Caso Beg³⁴⁸, de 2005, entendeu-se que a Prebeg era independente da patrocinadora do ponto de vista organizacional e não foi examinada a sua independência econômica. Também se entendeu cabível, em tese, a acusação formulada, de modo que a acusação teria sido admitida se comprovado “que a administração da patrocinadora era vinculada e atuava sob o comando do direito do acionista controlador e não em defesa do interesse social ou da coletividade de acionistas”. Entendeu-se que poderia haver impedimento de voto, desde que preenchido o requisito da atuação no interesse do acionista controlador.

Nesses dois casos, não se falou em controle externo expressamente, mas a ideia foi justamente de admitir efeitos societários do controle de um agente externo - da patrocinadora (devedora) sobre a entidade de previdência complementar.

No Caso Mendesprev I³⁴⁹, julgado em 2007, reconheceu-se que a Mendesprev violou a disposição de impedimento de voto em virtude de sua ligação com a companhia aberta e a sua controladora. No caso o Colegiado entendeu que a Mendesprev tinha sua vontade política determinada por administradores, em sua maioria, indicados pela patrocinadora, sem qualquer mecanismo de governança que afastasse esse poder de decisão da patrocinadora.

Na defesa, foram alegados como mecanismos de dependência (i) a administração realizada por órgãos constituídos por membros indicados pela patrocinadora, (ii) os vínculos financeiros entre a

³⁴⁸ CVM, **Processo Administrativo Sancionador RJ nº 2002/4985**, Rel. Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa, j. 08.11.2005.

³⁴⁹ CVM, **Processo Administrativo Sancionador nº 07/05**, Rel. Diretor Marcelo Fernandez Trindade, j. 24.04.2007.

entidade e a patrocinadora, e (iii) o fato da companhia ser grande devedora da Mendesprev. Em contrapartida, os Diretores trouxeram o art. 243, §2º³⁵⁰, da LSA para fundamentar a inexistência do conceito de controle indireto. Reconheceu-se a possibilidade de estender o impedimento de voto do controlador às entidades de previdência complementar, quando detenham ações da sociedade patrocinadora ou quando controlada pela patrocinadora. Não se consideraram aspectos de dependência econômica para a decisão por entender que “considerar aspectos de dependência econômica seria mesmo ir longe demais, quase para admitir uma modalidade de ‘controle externo’ que gerasse impedimento de voto”. O relator disse que “ao menos a maioria esmagadora da doutrina considera que a lei brasileira não admitiu a figura do controlador externo, isto é, não acionista direto ou indireto”.

Utiliza-se o Parecer de Orientação 19/90³⁵¹, que estabelece a extensão do impedimento de voto do controlador às entidades de previdência complementar patrocinadas pela companhia aberta ou por suas controladoras, com requisitos cumulativos: (i) quando a vontade política da entidade de previdência complementar (que se extrai da indicação da maioria de seus administradores) caiba à patrocinadora ou a seu controlador; e (ii) quando não há mecanismos de governança que assegurem a independência da administração. Seria, então, irrelevante a influência econômica da patrocinadora sobre a entidade.

No Caso Petros, Previ e Funcf³⁵², julgado em 2014, dirimiu-se sobre a participação de instituições ligadas direta ou indiretamente à União na eleição em separado para acionistas minoritários. A Diretora Luciana Dias entendeu ser possível inferir que “os impedimentos

350 “Art. 243, §2º. Considera-se controlada a sociedade na qual a controladora, diretamente ou através de outras controladas, é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, preponderância nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores.”

351 CVM, **Parecer de Orientação 19/90**. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/pareceres-orientacao/anexos/pare019.pdf>.

352 CVM, **Processo Administrativo Sancionador nº 11/2012**, Rel. Diretora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, j. 02.12.2014.

ao exercício do direito de voto do controlador da patrocinadora se estendem às entidades que estejam em seu campo de influência dominante” e que, por estarem as patrocinadoras sob controle comum da União, seria possível “presumir a influência indireta”, no que importaria a dependência política. Dispensou-se a análise da dependência econômica, presente apenas em relação à PETROS, remetendo ao Caso Mendesprev I, no qual se considerou que a dependência econômica seria elemento de um controle externo e que o que gera, de fato, impedimento de voto é a dependência política.

Dessas decisões, poder-se-ia extrair genericamente que a CVM não reconhece a existência de controle externo no direito societário, e que, para fins de interesse social, não importa a influência econômica de uma sociedade sobre a outra. Ponto importante, por outro lado, é a influência decisória, informação extraída da estrutura societária da entidade. Contudo, a resposta dada só é suficiente porque já havia disposição específica da CVM sobre o tema. Resta saber se, em tema distinto em que ausente regulação anterior, o Colegiado também afastaria a incidência do controle externo (caracterizado, nesses julgados, pela dependência econômica) e permitiria situações alarmantes de risco de desvirtuamento do interesse social, ou se a dependência política seria cláusula geral para abarcar essas situações.

O Caso BTG e Gerdau³⁵³, julgado em 2019, traz uma resposta para esse dilema. Na acusação, alegou-se que o BTG, em virtude de contratos firmados com a controladora, teria com ela interesses alinhados e, portanto, não poderia votar nas deliberações reservadas aos acionistas minoritários da Gerdau. A defesa, por outro lado, alegou que a dependência econômica não contaminaria a isenção do acionista para decidir em deliberações dos minoritários, utilizando-se, como fundamento, a decisão do Caso Mendesprev I.

Em voto vencedor por unanimidade, o Diretor Marcelo Trindade explicou que, apesar de, no Caso Mendesprev I, haver Parecer de Orientação que previa expressamente a hipótese de impedimento, a

353 CVM, **Processo Administrativo Sancionador nº 19957.006822/2018-61**, Rel. Diretor Marcelo Barbosa, j. 26.11.2019.

regra geral retirada do instituto do voto em separado do art. 161 da LSA seria a de que “tampouco devem ser legitimados a participar deste colégio eleitoral os demais acionistas - sejam eles titulares de ações preferenciais ou ordinárias - que atuem representando os interesses do controlador”. Essa representação de interesses estaria ligada à subordinação do acionista ao comando direto ou à influência determinante do controlador.

Quanto à influência relevante, foi feita uma distinção. No Caso Mendesprev I, entendeu-se que “o impedimento da entidade para participar de eleições em separado decorreria da falta de independência de sua estrutura de governança em relação à influência da patrocinadora e, como consequência, que eventuais vínculos econômicos não seriam relevantes para comprometer sua legitimidade como acionista minoritária”. Marcelo Trindade explica que, na realidade, a influência determinante do controlador não necessariamente deve se materializar a partir da sua interferência formal sobre os órgãos político-administrativos do acionista, sendo possível, “inclusive diante da dinâmica e das múltiplas formas pelas quais os agentes econômicos se associam, que a atuação coordenada entre o controlador e o acionista possa resultar de vínculos não societários, tais como relações contratuais ou mesmo de fato”.

Eventual ânimo quanto à suposta admissão do controle externo pela CVM deve ser mitigado. O Diretor continuou no sentido de que “o reconhecimento de vínculos provenientes dessas circunstâncias não configura modalidade de controle acionário externo, cuja disciplina não foi contemplada pela lei no 6.404/76” e que “o que se busca identificar em casos como tais é a existência de uma suposta influência – e não de uma relação de controle – do controlador sobre o acionista suficiente para fazer com que este atue consoante os interesses daquele”. De todo modo, reconhece-se que eventuais relações econômicas, comerciais e outras circunstâncias fáticas não devem ser desconsideradas. No caso em específico, não se admitiu o impedimento de voto por falta de elementos suficientes que demonstrassem que a vontade política do BTG subordinava-se aos interesses da controladora para afastar a

sua legitimidade de participação nos colégios eleitorais reservados aos minoritários.

No Caso Estimapar³⁵⁴, julgado em 2023, não se decidiu sobre o controle externo, mas foi feita expressa menção ao controle externo. No voto do Diretor Otto Eduardo, constou que o poder de controle divide-se em quatro tipos, dentre eles o controle externo, “configurado quando um terceiro não acionista dita os rumos empresariais, o que ocorre, geralmente, quando a sociedade está em grave crise financeira”. A definição de controlador seria a de quem cumulativa e permanentemente detém (i) a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral, (ii) o poder de eleger a maioria dos administradores, e (iii) usa efetivamente o poder de controle para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia. Trata-se de ingerência política, não econômica, sobre a atividade.

Admitida a relevância, para o direito societário, de olhar para a influência decisória e para a influência econômica de um credor em relação a um acionista, estranha o vício da CVM em dizer que não existe controle externo. No que isso se diferenciaria do controle externo? Aparenta ser um preciosismo quanto à não redação expressa do instituto para evitar impugnação em virtude da sua ausência de previsão legal, mas utilizar-se de todas as suas características (afinal, perceptível no mundo fático) para evitar situações de impedimento de voto. Ao invés de se utilizar do termo “controle externo”, fala-se em influência (decisória ou econômica) de um credor controlador sobre um acionista que o faz defender os interesses do controlador como se controlador fosse. De todo modo, independentemente do nome dado, fato é que o standard de prova é elemento impeditivo ao prosseguimento das ações, já que a CVM demanda “demonstração clara de interferência do controlador sobre os órgãos de administração do acionista em questão” de tal modo que “a avaliação de alinhamento

³⁵⁴ CVM, **Processo Administrativo Sancionador nº 19957.011669/2017-11**, Rel. Diretor Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo, j. 19.9.2023.

se torna exercício de razoável complexidade”, como se retira do Caso BMG e Gerdau³⁵⁵.

3.2 O DIREITO CONCORRENCIAL

Ao contrário do direito societário, o direito concorrencial se atenta à realidade, isto é, às estruturas concentradas ou desconcentradas desejadas em mercado³⁵⁶. Para o direito concorrencial, não há dúvidas: existe controle externo. Por outro lado, isso pouco resolve o problema. Embora haja regulação administrativa específica admitindo o controle externo para fins concorrenenciais, não há a definição de critérios objetivos para a sua identificação.

3.2.1 UMA TUTELA POSITIVA

O direito concorrencial, na tentativa de suprir a falta de legislação segura e certa em relação ao controle externo, utiliza critérios maleáveis para conceituar controle externo societário. Tão maleáveis, porém, que podem gerar a ideia de insegurança jurídica.

O direito concorrencial, ao contrário do direito societário, persegue a materialidade do controle, não somente a sua situação formal³⁵⁷, para garantir estruturas interessantes à competição. Nesse sentido, está a Resolução n. 18/1988 do CADE, que define como controle externo “o poder de dirigir, de forma direta ou indireta, interna que externa, de fato ou de direito, individualmente ou por acordo, as atividades sociais e/ou o funcionamento da empresa”³⁵⁸. Ainda, a Resolução n. 2/2012 do CADE utiliza-se do conceito de controle externo

³⁵⁵ CVM, **Processo Administrativo Sancionador nº 19957.006822/2018-61**, Rel. Diretor Marcelo Barbosa, j. 26.11.2019.

³⁵⁶ COMPARATO, Fabio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2014, p. 78.

³⁵⁷ MACEDO, Ricardo Ferreira de. **Controle não societário**. Rio de Janeiro: Renovar, 2004, p. 174.

³⁵⁸ CADE. **Resolução n. 18/1998**. Regulamenta o procedimento de consulta ao Cade sobre matéria de sua competência.

para (i) fins de cálculo dos faturamentos constante do art. 88 da LDC (art. 4º, §1º, inc. I) e (ii) fins de resposta ao formulário de controle da operação dos procedimentos sumário e não-sumário (Anexo, II.5.1), cabendo na definição de grupo econômico “as empresas que estejam sob controle comum, interno ou externo”³⁵⁹.

Apesar de parecer que o órgão regulador dispôs suficientemente de seus meios para supri a lacuna legal, a mera previsão de existência do controle externo não é suficiente para a sua caracterização, isto é, a ausência de critérios objetivos para a sua caracterização apenas abre margem para o julgador decidir como bem quiser. Argumenta Prata de Carvalho que “no caso do direito da concorrência, apesar de haver previsão normativa do controle externo, a falta de um enquadramento consistente do conceito pode levar também a relevantes distorções que, em lugar de ignorar exercícios concretos de poder de fato, expandem demasiadamente o conceito para conduzir à formação do grupo econômico”³⁶⁰.

Nesse sentido, abrem-se margens para serem prejudicados modelos de negócio baseados em cooperação interempresarial por meio de contratos que, da forma que firmados e da relação que deles surgem, não formam um único núcleo de interesses característico do grupo econômico (mesmo por controle externo). São necessários, portanto, parâmetros mais objetivos para delimitar o campo de atuação dos julgadores, e, evidentemente, estimular a identificação dessas estruturas empresariais reticulares *a priori* no direito da concorrência.

3.2.2 REQUISITOS NA DOUTRINA CONCORRENCEIAL

Para Macedo, o controle empresarial tem um substrato fático (a possibilidade de imposição de vontade de um sujeito na condução de

359 CADE. **Resolução n. 2/2012.** Disciplina a notificação dos atos de que trata o artigo 88 da Lei no 12.529, de 2011, prevê procedimento sumário de análise de atos de concentração e dá outras providências.

360 PRATA DE CARVALHO, Angelo. **Controle Empresarial Externo** - A intervenção sobre a política financeira como critério de responsabilização do controlador. Rio de Janeiro: Processo, 2020. p. 211.

uma atividade empresarial) e uma necessidade jurídica (a necessidade de preservação da condução da empresa em atenção aos interesses que a lei elege para tutelar)³⁶¹. Ele traz dois tipos de controle externo: o controle por dependência estrutural - seria o caso das redes contratuais, dos monopólios e dos monopsônios - e o controle por dependência circunstancial - característico de contratos em específico, como de transferência de tecnologia e franquia, mas não apenas, pois pode resultar de acentuado endividamento ou de cláusulas contratuais específicas.

Forgioni³⁶², sobre dependência econômica e abuso de posição dominante, fala de mecanismos de coibição do abuso da dependência econômica. Embora não se trate especificamente sobre controle externo, a presença desses elementos pode significar, para o direito concorrencial, uma mera dependência econômica que não se traduz em controle externo, nem em ilícito concorrencial. São eles os princípios da transparência, lealdade, proporcionalidade e correspondência recíproca das prestações nos negócios entabulados³⁶³.

No mesmo sentido de interesse, Ângelo Prata de Carvalho também coloca que “dessa intersecção entre o controle intersocietário e o fenômeno dos grupos decorre o caráter identificador dos grupos: a direção econômica unitária”³⁶⁴. Nesse sentido, dentro da figura dos grupos econômicos³⁶⁵, estariam incluídos aqueles caracterizados por controle externo.

361 MACEDO, Ricardo Ferreira de. **Controle não societário**. Rio de Janeiro: Renovar, 2004, p. 171.

362 FORGIONI, Paula A. **Os fundamentos do antitruste**. 10. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2018, pp. 341-346.

363 Destaca, *in casu*, a legislação italiana. Ver Decreto-Legge 24 gennaio 2012, n. 1 (Raccolta 2012). “Disposizioni urgenti per la concorrenza, lo sviluppo delle infrastrutture e la competitività”. Disponível em: <https://www.normattiva.it/uri-res/N2Ls?urn:nir:stato:decreto.legge:2012-01-24;1>.

364 PRATA DE CARVALHO, Angelo. **Controle Empresarial Externo** - A intervenção sobre a política financeira como critério de responsabilização do controlador. Rio de Janeiro: Processo, 2020, p. 165.

365 STAJN, Rachel. **Ensaio tipológico dos grupos de sociedades**. In: BAPTISTA, Luiz Olavo; HUCK, Hermes Marcelo; CASELLA, Paulo Borba. Direito e comércio

Para o direito concorrencial, é necessário fazer uma importante distinção entre influência dominante — conceito que também aparece no direito societário — e influência relevante.

Influência dominante, conceito criticado pela doutrina societária, é útil ao direito concorrencial, porque faz com que se olhe para a realidade econômica, e não apenas para as formas jurídicas de controle, sendo conceito elástico o suficiente para fins concorrenceis e econômicos. No direito concorrencial, influência dominante é o “poder de influir sobre o planejamento empresarial do outro agente econômico”³⁶⁶, conceito suficiente ao fim do direito concorrencial, que se preocupa com os efeitos da dominação societária sobre o mercado, diferentemente do fim do direito societário, que se preocupa com a dominação societária que influencie as decisões da controlada. Para haver influência dominante para fins concorrenceis, não é necessário domínio sobre os órgãos ou decisões sociais, mas sim o controle sobre os órgãos ou cargos relacionados à produção e à atuação da empresa no mercado, como nas áreas de pesquisa e desenvolvimento, investimento, produção e vendas³⁶⁷. Esse exercício deve ser estável, constante. É ligado à ideia de controle societário previsto na Lei 6.404/1976³⁶⁸. No direito societário, a mera influência dominante pode gerar efeitos, como a restrição do voto. No entanto, controle externo não é mera influência dominante: é reflexo de um substrato estrutural que permite a influência duradoura sobre as decisões da companhia, há influência dominante na decisão sobre as principais matérias da companhia.

internacional: tendências e perspectivas: estudos em homenagem ao Prof. Irineu Strenger. São Paulo: LTr, 1994, p. 599.

366 SALOMÃO FILHO, Calixto. **Direito Concorrencial**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2021, p. 226.

367 Ibid.

368 “Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que: **a)** é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, **de modo permanente**, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e **b)** **usa efetivamente seu poder** para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.”

Influência relevante, por outro lado, trata-se da presunção de que, pelas relações empresariais, a formação interna da vontade de uma empresa poderia ser influenciada, isto é, haveria pelo menos uma cooperação entre elas. Essa hipótese é especialmente relevante para o controle de estruturas no direito concorrencial.

3.2.3 REQUISITOS NA JURISPRUDÊNCIA DO CADE

Uma simples pesquisa pelo termo “controle externo” na busca de jurisprudência do CADE apenas em atos de concentração resulta em mais de 60 julgados que citam o termo. Apesar de alguns deles utilizarem “controle externo” em outro contexto, diversos outros tratam do controle externo empresarial, objeto desta pesquisa.

Dada a base de dados extensa, ao contrário do detalhamento dado quanto à jurisprudência da CVM, mais enxuta, aqui se atentará aos principais critérios trazidos pelo CADE nas decisões mais recentes. O controle externo é citado e reconhecido pelo CADE em diversos outros julgados que não citados nesta seção.

A maior parte das decisões encontradas versam sobre a notificação obrigatória de uma operação como ato de concentração. Como já explicado, a Resolução CADE nº 02/2012, no art. 4º, coloca que “entende-se como partes da operação as entidades diretamente envolvidas no negócio jurídico sendo notificado e os respectivos grupos econômicos”, e, para fins de definição de grupo econômico, o §1º, inciso I, coloca que considera-se grupo econômico as empresas que estejam sob controle comum, interno ou externo. Nos casos, havia dúvida sobre a necessidade de notificação de uma operação entre partes que não tinham relação de participação societária. O CADE entendeu que havia controle externo e as partes da operação seriam do mesmo grupo, não havendo necessidade de notificação obrigatória.

No Caso PWC³⁶⁹, considerou-se que as empresas PwC Strategy& do Brasil Consultoria Empresarial Ltda. e PwC Strategy& Consultoria

369 CADE, **Ato de Concentração nº 08700.006238/2015-58.**

Empresarial Ltda. estavam sob controle externo comum da empresa Pricewaterhousecoopers Contadores Públicos Ltda. Apesar das empresas serem técnica, jurídica e efetivamente pessoas juridicamente independentes, elas estariam ligadas por controle externo. O controle externo comum seria caracterizado pela submissão das sociedades a um modelo de gestão integrada e centralizada, com uma entidade que vincula padrões de estruturação e comportamentos individuais. Ainda, para a caracterização do controle externo, foram características a (i) relação de interdependência, e (ii) influência e controle da parte sobre aspectos da vida empresarial das empresas que compunham a rede. Assim, considerou-se que a rede operava como uma entidade econômica singular de fato, equivalente a um grupo econômico. O grupo econômico seria caracterizado pela orquestração promovida pela controladora externa da estrutura e do comportamento dos componentes da rede, que deveriam seguir um padrão vinculante. Desse modo, “acabam por se comportar na prática organicamente como uma entidade econômica única no mercado, ao menos sob o enfoque concorrencial”. Apesar disso, cada unidade não havia perdido a capacidade de se orientar no mercado. Havia, na realidade, uma relação de interdependência, na qual os membros do grupo seguiam um determinado padrão qualitativo pré-determinado.

Nesse caso, deixou-se claro que não é o fato de ser franquia que gera controle externo. Admitiu-se haver franquias cuja relação de dependência é diversa, isto é, permite autonomia comportamental maior dos entes. Não era esse o caso. Os membros tinham um senso de pertencimento à rede e apresentavam-se socialmente como uma unicidade.

O Conselheiro Alessandro Octaviani, em seu voto, definiu poder de controle como “o poder de controle de uma empresa sobre a outra - elemento essencial do grupo de subordinação - consiste no direito de decidir, em última instância, a atividade empresarial de outrem”. Nesse sentido, “pode também suceder que essa dominação empresarial se exerça ‘ab extra’, sem participação de capital de uma empresa em outra e sem que o representante da empresa dominante tenha assento

em algum órgão administrativo da empresa subordinada”, que é exatamente “o fenômeno do chamado controle externo”. Admitiu-se que o controle externo é poder fático que só pode ser suscetível de análise posterior, quando manifestado³⁷⁰.

Os critérios adotados podem ser resumidos em: (i) grau de integração; (ii) operação conjunta; (iii) interdependência; (iv) identidade comum; (v) políticas comuns e coordenadas relacionadas à estratégia, marca, risco e qualidade; (vi) ausência de concorrência entre as empresas-membro da rede; e (vii) apresentação de cada unidade como membro da rede.

Enfim, o CADE considerou que a operação envolvendo as empresas do Grupo PWC (formado por controle externo) era apenas uma alteração societária dentro de um mesmo grupo econômico, não havendo necessidade de notificação da operação.

No Caso Unilever³⁷¹, ao analisar operação de fusão entre a Unilever LV e a Unilever PLC, que, apesar de terem bases acionárias distintas, participavam do Grupo Unilever, o CADE entendeu que a operação consistiria em uma mera reorganização interna do Grupo Unilever. Para isso, considerou que as estratégias do Grupo Unilever eram formuladas e implementavas de forma consolidada, o que se refletia, a exemplo, na mesma direção das unidades. Assim, decidiu-se pelo arquivamento do processo.

Nos casos Unimed, considerou-se que todas as cooperativas Unimed³⁷² encontravam-se sob controle externo comum do Sistema Unimed e, por isso, as operações entre elas não precisavam ser notificadas ao CADE. O Conselheiro Luis Hoffman entendeu que todas as Unimeds deveriam ser consideradas, para fins de aplicação do direito

370 Nesse mesmo sentido: CADE, **Ato de Concentração nº 08012.006706/2012-08**.

371 CADE, **Ato de Concentração nº 08700.002108/2018-99**.

372 Especificamente, foram analisadas as relações de controle entre a Unimed Brasil e a Unimed Campinas Cooperativa de Trabalho Médico, Unimed de Santa Barbara D’Oeste, Americana Cooperativa de Trabalho Médico, Unimed-Rio, FERN, Unimed Natal, CNU, Unimed Planalto, Unimed São Gonçalo-Niterói Sociedade Cooperativa de Serviços Médicos e Hospitalares Ltda., GDHMED Hemoterapia S.A., Unimed Seguros Saúde S.A., Tempo Saúde Seguradora S.A., Unimed Araraquara, Unimed Vales do Taquari e Rio Pardo e Unimed Leste Fluminense.

antitruste, pertencentes ao mesmo grupo econômico em virtude da (i) orientação decisória comum e da (ii) inexistência de concorrência entre as pessoas jurídicas componentes do grupo. Afinal, a unidade central (Unimed Brasil) exercia um controle externo dentro do sistema reticular e, com isso, regulava a atuação das entidades integrantes e estabelecia diretrizes e procedimentos para pautar a atividade deles.

Foram elencadas algumas características do controle externo exercido pela Unimed Brasil. Primeiro, a orientação central comum quanto à política de preços imposta às unidades do grupo. Segundo, a atuação geográfica complementar, já que havia a delimitação da área de atuação de cada uma das cooperativas. Terceiro, a identificação da identidade visual das unidades participantes que geram uma percepção de unicidade pelo consumidor. Quarto, a ingerência financeira e administrativa por parte do núcleo central, de modo que os órgãos superiores podiam interferir na esfera administrativa, financeira e operacional das unidades.

Além disso, nesses casos, ficou ainda mais claro haver controle externo a partir da análise do ato constitutivo da Unimed que já apresentava, expressamente, a cooperativa médica como um grupo econômico de fato e de direito, dada a orientação central como a ser seguida pelas unidades. Assim, os documentos societários do Sistema Unimed eram suficientes para demonstrar a conexão entre as unidades.

Os requisitos para a existência de controle externo, fixados de forma paradigmática por esses casos, foram dois: primeiro, o de que deve haver atuação como entidade econômica única, com a definição de estratégias de negócio e apresentação ao mercado como único agentes; e, segundo, o de que deve existir relação de subordinação e dependência entre as unidades que permita o poder de decisão de uma sobre a outra.

No Caso Chilli Beans³⁷³, avaliou-se a existência de controle externo em contrato de franquia. Entendeu-se que o Grupo Chilli

373 CADE, **Ato de Concentração nº 08700.000395/2019-83.**

Beans e a rede franqueada estavam sob controle comum externo, para fins de notificação de ato de concentração. Isso se daria em virtude de características específicas da franquia, quais sejam: (i) o enquadramento como franquia de negócio formatado; (ii) a forte relação de dependência entre as partes; e (iii) o direcionamento único da atividade econômica. Do mesmo modo que nos casos Unimed, repetiram-se como circunstâncias para a identificação do controle externo (i) a atuação como entidade econômica única (com a definição de estratégias de negócio e apresentação ao mercado como único agente) e (ii) a existência de relação de subordinação e dependência entre empresas, devendo haver o poder de decisão de uma empresa sobre a outra.

No Caso CDMPI³⁷⁴, reconheceu-se que a inferência exercida pela Petrobras sobre a CDMPI caracterizaria controle externo. Foram usados os mesmos dois critérios já explicados para identificação do controle externo nesse caso. Quatro elementos fáticos foram importantes aqui. Primeiro, que toda a cadeia de produção era de responsabilidade da Petrobras sem qualquer ingerência dos acionistas CDMPI, apesar de sua participação na cadeia. Segundo, que até mesmo o recolhimento dos impostos era de responsabilidade da Petrobras. Terceiro, que a atuação das duas entidades se dava como entidade única percebida pelo mercado como um único agente econômico. E, quarto, que estava presente a relação de dependência e subordinação, já que a CDMPI estaria sob direção unitária da Petrobras, “que determina todas as variáveis econômicas e o comportamento mercadológico da CDMPI, não sendo possível considerá-las como empresas independentes entre si, para efeitos de análise concorrencial”.

De todos os elementos analisados, o inovador foi o fato da responsabilidade pelo recolhimento dos impostos ser da Petrobras ser elemento caracterizador do controle externo para o CADE. Parece fazer uma distorção perigosa da relação entre contribuinte e responsável³⁷⁵,

374 CADE, **Ato de Concentração nº 08700.001750/2020-75.**

375 “Art. 121, CTN. Sujeito passivo da obrigação principal é a pessoa obrigada ao pagamento de tributo ou penalidade pecuniária. Parágrafo único. O sujeito passivo

imputando ao responsável um controle sobre o contribuinte, o que a lei não fez.

No Caso Click Bus³⁷⁶, entendeu-se que o Click Bus estava sob controle comum externo do Grupo Rocket e que o cálculo do faturamento deveria ser do grupo, consolidadas todas entidades. Em diversos outros casos³⁷⁷, essa orientação do CADE continuou a prevalecer.

Interessante é o Ato de Concentração nº 08700.000641/2023-83³⁷⁸. Aqui, volta-se à preferência pelos conceitos de influência dominante ou influência relevante para fins de direito concorrencial, ao invés da ideia de controle, o que é destacado na doutrina por Salomão Filho³⁷⁹. Explica que há influência relevante sempre que há (i) interesse em intervir na atuação da empresa no mercado, e (ii) possibilidade ou efetividade do exercício da influência nas decisões empresariais. Quanto ao primeiro critério, a presunção do interesse de intervenção adviria de fatos concretos, como a coincidência de objetos sociais ou a existência de vínculos contratuais que gerariam dependência. Quanto ao segundo critério, a influência deveria ser significativa, prolongada no tempo e estável, sendo uma das possibilidades aquela em que há vínculo contratual com cláusula especial ou com partes com interesse e poder de barganha suficiente para influir no comportamento empresarial. Diz-se que essa última hipótese seria o controle externo, “de mais difícil ocorrência e configuração”.

No entanto, é necessário fazer uma observação que não foi feita na decisão. Enquanto para a influência relevante basta a possibilidade no exercício da influência a partir desse instrumento contratual, para

da obrigação principal diz-se: I - contribuinte, quando tenha relação pessoal e direta com a situação que constitua o respectivo fato gerador; II - responsável, quando, sem revestir a condição de contribuinte, sua obrigação decorra de disposição expressa de lei.”

376 CADE, **Ato de Concentração nº 08700.002598/2020-48.**

377 CADE, **Ato de Concentração nº 08700.004940/2022-14.**

378 CADE, **Ato de Concentração nº 08700.000641/2023-83.**

379 SALOMÃO FILHO, Calixto. **Direito Concorrencial**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2021, p. 226.

configurar controle, é necessário o exercício efetivo do poder. Dessa forma, não é possível dizer que a hipótese de vínculo contratual que coloque as partes em posições de influenciadora e influenciada seria exatamente a de controle externo, já que faltariam elementos essenciais à sua configuração. Posição contrária à do julgado foi tomada pelo Conselheiro Carlos Ragazzo, no Ato de Concentração nº 08700.000641/2023-83, em que se considerou que “o controle político é caracterizado pela possibilidade de implementação de uma ‘orientação concorrencial centralizada’”, restando, então, ultrapassada a linha clássica de influência relevante, que alarga o conceito de controle.

Em todos esses casos, os Conselheiros tomaram o cuidado de admitir o controle externo “para fins de aplicação da legislação concorrencial em controle de estruturas”. Isto é, não se pretendeu trazer uma definição geral de controle externo para o direito empresarial. Apenas foram trazidas balizas para a aplicação da legislação concorrencial.

4. INTEGRAÇÃO INTERPRETATIVA: REGIME JURÍDICO APLICÁVEL

As classificações jurídicas têm por finalidade primordial a atração de um regime jurídico aplicável³⁸⁰. Por isso, essencial ao estudo dos critérios para a identificação do controle externo no direito societário e no direito concorrencial é qual regime jurídico é aplicável ao controlador externo, considerando de acordo com cada um dos critérios.

Para o direito societário, dada a incerteza quanto à existência jurídica do instituto, há quem diga que não atrai regime jurídico. Nesse sentido, Mussi e Carvalho colocam que “ao não contemplar a figura do controlador externo, o ordenamento jurídico não imputa a ele os respectivos deveres decorrentes do poder que detém”³⁸¹. Desse modo,

380 FORGIONI, Paula A. **Contratos empresariais**: teoria geral e aplicação. 8. ed. rev. e atual. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2023, p. 44.

381 MUSSI, Luiz Daniel Rodrigues; CARVALHO, Ricardo Siqueira. **Análise econômica do direito e poder de controle externo nas sociedades anônimas**. In: RIBEIRO, Maria

ao controlador externo que é credor da sociedade empresária, por exemplo, aplica-se normalmente o regime jurídico de crédito³⁸². Na prática, admitir isso é reafirmar a inexistência do instituto, pois não teria finalidade alguma senão a de encher livros de direito societário.

Ângelo Prata³⁸³ apresenta duas sugestões de regime jurídico aplicável ao controlador externo. Primeiro, quanto à aplicação da cláusula de vedação do abuso de direito, que dificultaria, não por uma coincidência entre dependência econômica e controle externo, a resolução dos contratos cujas partes, em virtude dele, estão em situação de controle. Segundo, discorda da posição anterior no sentido de que o regime de deveres e responsabilidade dos controladores da Lei 6.404/1976 deveria ser aplicado, proporcionalmente à sua interferência na sociedade, ao controlador externo, tendo em vista a sua possível participação em ilícitos cometidos contra terceiros. A posição é minoritária, já que o regime de deveres e responsabilidades do controlador interno existe por previsão expressa legal, que reconheceu o controle interno, não o controle externo.

Da jurisprudência da CVM, é evidente que o controle externo pode atrair o regime de conflito formal de voto. Os requisitos para gerar impedimento de voto em votação destinada exclusivamente a acionistas minoritários eram os mesmos para configurar controle externo e tem-se como fundamento a igualdade entre interesses do controlador e interesses do minoritário controlado. Do julgado do TJSP analisado, extrai-se a mesma lógica de conflito formal para as situações de recuperação judicial.

Para o direito concorrencial, o regime jurídico é mais claro. Havendo grupo econômico por controle externo, não é necessária a notificação de operação societária entre os integrantes do grupo,

Carla Pereira; KLEIN, Vinícius. Reflexões acerca do direito empresarial e a análise econômica do direito. Curitiba: GEDAI, 2014, p. 183.

382 BORBA, José Edvaldo Tavares. **Direito societário**. 19. ed. Barueri: Atlas, 2022, pp. 242-243.

383 PRATA DE CARVALHO, Angelo. **Controle Empresarial Externo** - A intervenção sobre a política financeira como critério de responsabilização do controlador. Rio de Janeiro: Processo, 2020, pp. 209-218.

mesmo que não tenham relações societárias entre si. O problema disso, contudo, é saber quando o CADE considerarão satisfeitos os requisitos para não notificação da operação societária, dada a dificuldade de prova dos requisitos analisados, sendo melhor sempre entrar com o processo. Além disso, admite-se a responsabilidade solidária dos membros do grupo econômico, mesmo que por controle externo, pelas práticas anticoncorrenciais³⁸⁴.

CONCLUSÃO

As estruturas não devem ser ignoradas pelo direito enquanto, vivas na realidade, produzem consequências anti-jurídicas. Nesse sentido, o regime turvo dos grupos econômicos por controle externo gera ausência de tutela efetiva dos ilícitos societários e concorrenciais que ocorrem.

Em verdade, a tutela do direito concorrencial é muito menos casuística do que a do direito societário. A jurisprudência concorrencial apresenta critérios mais delimitados, apesar da abertura da lei concorrencial (que apenas admite a modalidade de controle externo, não o definindo) e da possibilidade do direito concorrencial se utilizar de conceitos elásticos para fazer valer as estruturas economicamente desejadas. Ao contrário, o direito societário ainda caminha a passos lentos na definição de critérios objetivos, estando a doutrina recheada de exemplos de situações em que há controle externo, mas, em razão da falta de requisitos para a identificação, a jurisprudência sequer admite a sua existência.

Ainda, a identificação de finalidades distintas do direito societário e do direito concorrencial afastam a ideia de unificação dos critérios para identificação do controle externo. Enquanto aquele deve se atentar ao exercício efetivo do controle, de difícil apreensão quando se trata de controle externo, aquele deve olhar para a possibilidade de exercício do controle para proteger o mercado. A aplicação de novas

³⁸⁴ Nesse sentido, CADE, **Processo administrativo nº 08012.001792/2007-97.**

previsões de direito societário, mais rígidas e criteriosas, ao direito concorrencial poderia macular os objetivos do direito concorrencial e dificultaria a sua efetiva tutela do poder de controle externo. Essas estruturas empresariais reticulares são identificadas de acordo com a finalidade que se busca a partir da tutela. Se importa o patrimônio social da companhia e a sua gestão de acordo com o interesse social, o controle externo tem certas características, ligadas à estrutura de poder e à influência dominante. Se importa o mercado e as estruturas econômicas adequadas, o controle externo tem outras características, ligadas mais, por sua vez, à possibilidade de exercício de poder e à influência relevante.

Desse modo, chegou-se à conclusão de que o instituto do controle externo é identificado e tem regime jurídico próprio se à luz do direito societário ou se do direito concorrencial. Isto é, o controle externo é reconhecido como modalidade de controle empresarial. Isso ocorre expressamente, como se vê na legislação concorrencial, nas decisões das autoridades administrativas concorrenceis e na doutrina societária. Por vezes, em contrapartida, ocorre por debaixo dos panos. Na jurisprudência societária, brada-se pela inexistência de controle externo em virtude de ausência de previsão legal, mas são reconhecidas situações com características idênticas e atribuídas a elas regime jurídico próprio.

Porém, essas incertezas quanto à tutela do controle externo, com eventual confusão de regimes jurídicos distintos, são deletérias à construção de consequências jurídicas outras à existência de controle externo. A insegurança jurídica, ao atentar contra a igualdade das pessoas, é sempre uma preocupação, é verdade. Para além disso, contudo, ao não se delimitar as características do controle externo no direito societário e no direito concorrencial, reconhecendo a diferença entre os regimes, permite-se, por um lado, a sua utilização para, por exemplo, permitir concentrações por existência prévia de grupo econômico, e impede-se, por outro, a sua aplicação para

responsabilizar contratantes cujos deveres como controladores não foram observados. É mais um direito ao avesso³⁸⁵.

Este artigo partiu de observações econômicas e jurídicas e procurou delimitar as características do controle externo conforme reconhecido no Brasil pela doutrina e pela jurisprudência. A partir disso, abre-se um caminho para a aplicação desse conceito e, quem sabe, para se repensar a teoria da empresa como ela é hoje.

³⁸⁵ SALOMÃO FILHO, Calixto. **Teoria crítico-estruturalista do direito comercial.** 1. ed. São Paulo: Marcial Pons, 2015, p. 123.

BIBLIOGRAFIA

ANTUNES, José Engrácia. **Os grupos de sociedades:** estrutura e organização jurídica da empresa plurissocietária. Coimbra: Almedina, 2002.

ARAÚJO, Paulo Dóron Rehder De. **Prorrogação compulsória de contratos a prazo.** Tese (Doutorado em Direito) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2011.

BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. **The modern corporation and private property.** New York: Routledge, 2017.

BORBA, José Edvaldo Tavares. **Direito societário.** 19. ed. Barueri: Atlas, 2022.

BOUARD, Fabrice de. **La Dépendance Économique Née d'un Contrat.** Paris: LGDJ, 2007.

BRASIL. **Lei 5.175/1966**, de 25 de outubro de 1966. Dispõe sobre o Sistema Tributário Nacional e institui normas gerais de direito tributário aplicáveis à União, Estados e Municípios. Diário Oficial da União, Brasília, CF, 25 out. 1966.

BRASIL. **Lei n. 6.404**, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 15 dez. 1976.

BRASIL. **Lei n. 10.406**, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 11 jan. 2002.

BRASIL. **Lei 11.101/2005**, de 9 de fevereiro de 2005. Regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 9 fev. 2005.

BRASIL. **Lei n. 12.529/2011**, de 30 de novembro de 2011. Estrutura o Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 30 nov. 2011.

CADE. **Resolução n. 18/1998**. Regulamenta o procedimento de consulta ao Cade sobre matéria de sua competência.

CADE. **Resolução n. 2/2012**. Disciplina a notificação dos atos de que trata o artigo 88 da Lei no 12.529, de 2011, prevê procedimento sumário de análise de atos de concentração e dá outras providências.

CAFAGGI, Fabrizio. **Contractual Networks, Inter-Firm Cooperation and Economic Growth**. MPG Books Group, 2011.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas**. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2003.

CASTRO, Marina Grimaldi de. **As definições de grupo econômico sob a ótica do direito societário e do direito concorrencial: entendimentos doutrinários e jurisprudências acerca da responsabilidade solidária entre seus componentes**. In: Gina Vidal Marcílio Pompeu; Everton das Neves Gonçalves. (Org.). *Direito e Economia I*. v. 1. 1. ed. Florianópolis: CONPEDI, 2014.

CHRISTOPHERS, Brett. **Rentier Capitalism: Who Owns the Economy, and Who Pays for It?** Londres: Verso, 2020.

COASE, Ronald H. **The nature of the firm**. *Economica*, London, v. 4, n. 16, p. 386–405, nov. 1937.

COASE, Ronald H. **The Nature of the Firm**: Origin. *Journal of Law, Economics, & Organization*, Oxford University Press, v. 4, n. 1, 1988.

COMMONS, John R. **Institutional Economics**. *The American Economic Review*, v. 21, n. 4, dez. 1931.

COMMONS, John R. **Law and Economics**. Yale Law Journal, v. 34, n. 4, dev. 1925

COMPARATO, Fábio Konder. **Direito empresarial**: estudos e pareceres. São Paulo: Saraiva, 1995.

COMPARATO, Fabio Konder. **Estado, empresa e função social**. Revista dos Tribunais, v. 732, n. 85. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1985.

COMPARATO, Fabio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2014.

COSTA, Carlos Celso Orcesi da. **Controle externo nas companhias**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo: Malheiros, v. 44. out./dez. 1981.

CVM. **Direito do mercado de valores mobiliários**. 2. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2022.

DICKERSON, Claire Moore. **Spinning Out of Control**: the Virtual Organization and Conflicting Governance Vectors. University of Pittsburgh Law Review, n. 49, 1932.

DINIZ, Gustavo Saad. **Dependência econômica nos acordos verticais**. Revista de Direito Privado, v. 59, jul./set. 2014.

DOWBOR, Ladislau. **Os desafios da revolução digital**: liberar o conhecimento para o bem comum. São Paulo: Elefante, 2025.

EICK, Fernando Gemelli. **Redes contratuais no direito brasileiro**. São Paulo: Almedina, 2022.

EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A comentada**. v. 1. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

EIZIRIK, Nelson. **A lei das S/A comentada.** v. 3. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

FARIA, José Eduardo. **O Direito na Economia Globalizada.** São Paulo: Malheiros, 1999.

FORGIONI, Paula A. **Contrato de distribuição.** São Paulo: Revista dos Tribunais, 2008.

FORGIONI, Paula A. **Contratos empresariais:** teoria geral e aplicação. 8. ed. rev. e atual. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2023.

FORGIONI, Paula A. **Os fundamentos do antitruste.** 10. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2018.

JENSEN, Michael C; MECKLING, William H. **Theory of the firm:** managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, v. 3, n. 4, 1976.

MACEDO, Ricardo Ferreira de. **Controle não societário.** Rio de Janeiro: Renovar, 2004.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Empresa contemporânea e o direito societário.** São Paulo: Editora Juarez de Oliveira, 2002.

MUSSI, Luiz Daniel Rodrigues; CARVALHO, Ricardo Siqueira. **Análise econômica do direito e poder de controle externo nas sociedades anônimas.** In: RIBEIRO, Maria Carla Pereira; KLEIN, Vinícius. *Reflexões acerca do direito empresarial e a análise econômica do direito*. Curitiba: GEDAI, 2014.

PEREIRA, Guilherme Döring da Cunha. **Alienação do poder de controle acionário.** São Paulo: Saraiva, 1995.

PORUTGAL. **Decreto Lei n. 262/86.** Código das Sociedades Comerciais. 02 de setembro de 1986.

PRATA DE CARVALHO, Angelo. **Controle Empresarial Externo** - A intervenção sobre a política financeira como critério de responsabilização do controlador. Rio de Janeiro: Processo, 2020.

PRATA DE CARVALHO, Angelo. **O controle empresarial externo no direito da concorrência**. In: Revista de Defesa da Concorrência, v. 9, 2021.

RAMOS, Vitor de Paula. **A dependência econômica nos contratos de longa duração**. Revista Brasileira de Direito Civil - RBDCivil. Belo Horizonte, v. 20, p. 17-38, abr./jun/ 2019.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **Direito Concorrencial**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2021.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **Direito concorrencial**: as condutas. São Paulo: Malheiros, 2003.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **Teoria crítico-estruturalista do direito comercial**. 1. ed. São Paulo: Marcial Pons, 2015.

STAJN, Rachel. **Ensaio tipológico dos grupos de sociedades**. In: BAPTISTA, Luiz Olavo; HUCK, Hermes Marcelo; CASELLA, Paulo Borba. Direito e comércio internacional: tendências e perspectivas: estudos em homenagem ao Prof. Irineu Strenger. São Paulo: LTr, 1994.

TEUBNER, Gunther. **Networks as connected contracts** [edição eletrônica]. Oxford: Hart Publishing, 2011.

VIO, Daniel. **Ensaio sobre os Grupos de Subordinação, de Direito e de Fato, no Direito Societário Brasileiro**. Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (Tese de Doutorado), 2014.

VIRASSAMY, George. **Les contrats de dependence**. Paris: LGDJ, 1986.

WILLIAMSON, Oliver E. **Transaction-Cost Economics:** The Governance of Contractual Relations. *Journal of Law and Economics*, v. 22, n. 2 (out., 1979), pp. 233-261.

YAMASHITA, Hugo Tubone. **Cooperação empresarial:** contratos híbridos e redes empresariais. São Paulo: Almedina, 2022.

A REALIDADE DA DISSOLUÇÃO PARCIAL DE SOCIEDADES LIMITADAS NO TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO: PANORAMA DE 2024

THE REALITY OF PARTIAL DISSOLUTION OF LIMITED LIABILITY COMPANIES IN THE SÃO PAULO STATE COURT OF JUSTICE: A 2024 OVERVIEW

*Katia Cristina Antunes Silva (Pontifícia Universidade Católica de São Paulo)*³⁸⁶

Resumo: este trabalho objetiva refletir sobre a realidade da dissolução parcial de sociedade na esfera judicial, mediante análise empírica de ações judiciais de dissolução parcial, com apuração de haveres julgados pelos tribunais de justiça de São Paulo entre 01 de janeiro de 2024 e 15 de dezembro de 2024. Pretende-se, neste artigo, entender como a dissolução parcial de sociedade tem sido aplicada atualmente, em especial no tocante às suas principais motivações e contexto em que é requerido, resultados obtidos e eventuais oportunidades de melhoria. Para tanto, foi utilizada a metodologia empírica. Como conclusão, chegou-se ao resultado de que a dissolução parcial de sociedade é amplamente pleiteada como forma de resolver conflitos sociais, indicando um acerto importante do projeto que originou o atual Código Civil, sendo que o tempo despendido na desavença perante o Judiciário ainda permanece um desafio, apesar de haver indícios de que as câmaras empresariais adotadas pelo Tribunal de Justiça em São Paulo, a partir de 2011, possivelmente, auxiliaram nesse confronto. Apurou-se, neste estudo, que o percentual de

³⁸⁶ Advogada empresarial há mais de 25 anos, atual *head* jurídica de um fundo de investimentos imobiliários – Barzel Properties - que opera com recursos do fundo soberano GIC de Singapura e mediadora privada. Formada em Direito pela PUC/SP em 1998, pós-graduada pela Universidade de Coimbra em Regulação Pública da Economia em 2003, Portugal, pós-graduada em Direito Imobiliário pelo SECOVI em 2006, MBA na Fundação Dom Cabral concluído em 2012, com módulo internacional na *Kellogg School of Management, Northwestern, Chicago, EUA*, mestrandona PUC/SP com conclusão prevista para 2026. E-mail: kkacri@yahoo.com.br.

participação dos sócios que se retiram da sociedade pode ser um fator que influencia na perpetuação ou não da empresa, visto que essas organizações não alcançam um funcionamento empresarial autônomo às pessoas dos seus sócios e, por fim, que a informalidade verificada pela dificuldade extrema na obtenção de documentação legal e contábil dessas empresas se constitui como uma dificuldade relevante no momento de apuração do valor devido aos sócios. Embora a dissolução parcial seja um mecanismo consolidado, sua efetividade é comprometida por desafios práticos, especialmente na apuração de haveres, como morosidade, falta de padronização metodológica de avaliação e dificuldades documentais.

Palavras-chave: dissolução parcial; apuração de haveres; jurimetria; apuração de haveres; análise empírica.

Abstract: this work aims to examine the reality of partial company dissolution in the judicial sphere through an empirical analysis of judicial decisions related to partial dissolution with determination of assets judged by the courts of justice in São Paulo, between January 1 and December 15, 2024. It focused on understanding how the partial dissolution of a company has been applied currently, especially regarding its main motivations and the context in which it is requested, the results obtained, and possible opportunities for improvement. For such, the empirical methodology was used. As a conclusion, the findings indicate that the partial dissolution of a company is widely used to resolve social conflicts, indicating a successful project that originated the current Civil Code, though the time spent in disagreement before the judiciary remains a challenge, there are indications that the business chambers instituted since 2011 possibly helped in this confrontation. It was found that the participation percentage of partners who withdraw from the company can be a factor that influences the continuity or dissolution of the company, given that many such organizations lack operational autonomy from their partners, and finally, that the business informality verified by the extreme difficulty in obtaining legal and accounting documentation

from these companies constitutes a relevant difficulty when calculating a partner's interest. Although partial dissolution is a well-established mechanism, its effectiveness is undermined by practical challenges, particularly in the assessment of assets, such as delays, lack of standardization methods of valuation, and documentation difficulties.

Keywords: partial dissolution; determination of assets; jurimetrics; settlement of assets; empirical analysis.

Sumário: 1. Introdução. 2. Metodologia. 3. A dissolução parcial de sociedade e a efetividade da apuração de haveres. 3.1. Distinção entre dissolução parcial e apuração de haveres. 3.2. Desafios práticos na apuração de haveres. 3.3. Relevância do tema no contexto empírico. 4. O princípio da preservação da empresa. 5. *Affectio societatis*. 6. O fator tempo. 6.1. Dificuldades na apuração de haveres e o impacto do tempo. 6.2. Prazo prescricional. 6.3. Data-base para cálculo prescricional. 6.4. Duração dos processos. 6.5. Câmaras empresariais. 7. O fator sócio. 8. Os mercados de atuação. 9. Liquidação e apuração de haveres. 9.1. Data-base para a apuração de haveres. 9.2. Critério de apuração. 10. Conclusão.

1. INTRODUÇÃO

A atividade empresarial, em constante crescimento³⁸⁷ e complexidade exige o permanente estudo e análise crítica das ferramentas jurídicas disponíveis no ordenamento. Tal dinâmica é fundamental para compreender o cenário atual das relações societárias e identificar possíveis oportunidades de melhoria para o aprimoramento normativo e procedural.

Nesse contexto, a dissolução parcial de sociedades limitadas constitui um dos mecanismos mais relevantes do direito societário

³⁸⁷ Segundo o Painel de dados de Registro de Empresas divulgado pelo governo federal, em dezembro de 2024, havia 6,5 milhões de empresas ativas em São Paulo. Disponível em: <https://www.gov.br/empresas-e-negocios/pt-br/mapa-de-empresas/painel-mapas-de-empresas>. Acesso em: 01 maio 2025.

brasileiro, pois possibilita a reorganização ou continuidade da empresa diante de conflitos entre sócios. Ao permitir a retirada de um ou mais sócios sem a extinção da sociedade, visa a preservação da continuidade da função social da sociedade. Ademais, verifica-se que a maior parte das demandas judiciais relativas à dissolução parcial envolve sociedades limitadas de pequeno porte, nas quais o vínculo direto e pessoal dos sócios com a gestão e operação do negócio é marcante.

A dissolução parcial já era reconhecida pela jurisprudência antes do Código Civil de 2002, visando preservar a empresa. O Código de Processo Civil promulgado em 2015 (CPC/2015) regulamentou o procedimento, que pode incluir apenas a dissolução, apenas a apuração de haveres ou ambos cumulados.

Assim, a dissolução parcial pode abranger dois grandes objetivos: a saída de sócio e a apuração de seus haveres na sociedade. A primeira é de simples motivação, bastando a manifestação de vontade do sócio. Pode gerar consequências complexas na medida em que a demora na sua formalização pode gerar responsabilização interna à sociedade e externa, envolvendo terceiros. Contudo, a apuração de haveres é um aspecto extremamente mais complexo e pode-se dizer que a eficácia completa da dissolução parcial está intrinsecamente condicionada à qualidade da apuração de haveres, etapa processual crucial para garantir a justa compensação ao sócio retirante e a segurança jurídica para a sociedade remanescente. Apesar da previsão legal, verifica-se que esta etapa é frequentemente prejudicada por entraves como morosidade, insuficiência documental e falta de padronização metodológica, conforme evidenciado pelos dados do Tribunal de Justiça de São Paulo em 2024.

Em diversas decisões, embora o juiz procure adotar boas práticas, tais como a fixação de prazos rigorosos para a entrega de documentos e laudos periciais, a utilização de critérios objetivos na valoração das cotas sociais, fundamentados em dados contábeis, bem como a exigência de transparência na prestação de contas societária, a realidade prática demonstra significativa dificuldade no cumprimento

desses parâmetros. Isso ocorre porque, muitas vezes, as empresas não conseguem fornecer as informações solicitadas com a acuidade necessária, seja em razão do registro contábil nunca ter sido realizado de forma satisfatória, seja pela perda ou extravio dos documentos ao longo do tempo. Ademais, a conclusão da perícia, cercada comumente por morosidade excessiva em razão de diversas impugnações e dilações de prazo por falta de apresentação de documentação adequada, fazem com que a apuração de haveres frequentemente não alcance o êxito esperado; e, mesmo quando é possível concluir a avaliação, a sociedade remanescente geralmente não dispõe mais de recursos financeiros suficientes para adimplir a obrigação apurada.

Ao antecipar essas constatações, o presente estudo busca demonstrar que a efetividade da dissolução parcial não pode ser avaliada isoladamente, mas deve ser compreendida em estreita correlação com a eficiência e transparência do processo de apuração de haveres. Nesse sentido, a pesquisa desenvolvida no âmbito do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, no ano de 2024, que alia abordagens quantitativas e qualitativas, revela tanto práticas recomendáveis quanto desafios processuais que impactam diretamente a qualidade, a celeridade e a justiça das decisões judiciais.

Por fim, essa perspectiva crítica aponta para a necessidade de aprimoramentos no arcabouço normativo vigente, especialmente no que se refere à padronização de critérios técnicos para avaliação, ao fortalecimento do papel dos peritos especializados e ao aperfeiçoamento da atuação judicial. Tais medidas se apresentam como essenciais para promover o desenvolvimento equilibrado e eficaz do instituto da dissolução parcial no Brasil.

2. METODOLOGIA

Para a pesquisa empírica aqui utilizada, foram extraídos dados do site do Tribunal de Justiça de São Paulo (TJSP), com o uso dos seguintes filtros:

- a. jurisprudência;
- b. classe: apelação cível;
- c. assunto: apuração de haveres;
- d. data de julgamento: entre 01 de janeiro de 2024 e 15 de dezembro de 2024.

Como será adiante explicitado, os tribunais paulistanos não negam a dissolução de sociedade quando requerida por sócio de sociedade de responsabilidade limitada e alegada a perda da *affection societatis*, desde que as formalidades processuais sejam observadas e a matéria comprovada.

Assim, foi incluída na pesquisa o filtro “apuração de haveres”, na expectativa de avaliar ações judiciais que discutissem não apenas a dissolução da sociedade, mas também envolvessem análises relacionadas à apuração e efetivo pagamento dos sócios, quando devido, ou seja, à resolução concreta da demanda sob *judice*.

Isso resultou na seleção de 87 processos judiciais, dos quais 23 não estavam disponíveis digitalmente e 6 processos eram repetidos, assim, foram excluídos da base de análise, totalizando 58 processos judiciais observados.

Dentre esses processos, apenas 44,8% se encerraram, tendo transitado em julgado definitivamente até 01 de janeiro de 2025. Os demais, não obstante tenha sido realizado o julgamento da apelação, permanecem tramitando no Poder Judiciário em razão de outros recursos a eles relacionados.

Dessa base de 58 processos, foram obtidas no site do TJSP as seguintes informações:

- a. nome das partes;
- b. nome da ação judicial;
- c. número do processo;
- d. órgão julgador;
- e. data de distribuição;
- f. data de julgamento em 2^a instância;
- g. data de trânsito em julgado;

h. número do processo de origem.

Em cada um dos processos judiciais, foram localizados manualmente os dados, conforme a seguir:

- a. nome da empresa objeto da dissolução;
- b. CNPJ da empresa objeto da dissolução;
- c. percentual de participação dos sócios na empresa objeto da dissolução;
- d. atividade da empresa objeto da dissolução;
- e. data de início da desavença que originou o litígio objeto de cada processo.

Ao consultar esses CNPJs no site da Receita Federal³⁸⁸, foram levantados:

- a. data de constituição de cada empresa;
- b. se a empresa está ativa ou não;
- c. caso não esteja mais ativa, em que data se registrou essa alteração.

As referidas informações basearam as respostas dos seguintes questionamentos:

- a. quantidade de processos no período e localidade selecionados;
- b. quantidade desses processos não disponíveis digitalmente;
- c. quantidade desses processos que estão repetidos;
- d. tempo transcorrido entre a data de distribuição do processo em primeira instância e o trânsito em julgado em segunda instância (tempo entre o início e o final de cada disputa judicial);
- e. período entre a data de constituição da empresa, conforme consta no site da receita federal e a data de distribuição do

³⁸⁸ https://solucoes.receita.fazenda.gov.br/Servicos/cnpjreva/cnpjreva_Solicitacao.asp.

- processo judicial em primeira instância (tempo de existência das empresas no início da ação judicial);
- f. situação cadastral da empresa perante o site da receita federal na data de distribuição do processo judicial (quantas empresas estavam ativas no início do processo judicial);
 - g. situação cadastral da empresa perante o site da receita federal na data de trânsito em julgado do processo (quantas empresas estavam ativas no final do processo judicial);
 - h. período entre o início da desavença, conforme descrito na petição inicial do processo em 1^a instância e a data de distribuição do processo em 1^a instância (tempo entre o início do litígio e o início do processo);
 - i. período entre o cadastro da empresa como inativa ou extinta no site da receita federal e a data de trânsito em julgado do processo (tempo entre o encerramento das atividades da empresa e o fim do processo);
 - j. qual percentual de participação na sociedade dos sócios que estavam saindo da empresa?
 - k. quais empresas eram de serviço, comércio e indústria?
 - l. de quais setores (alimentação, administração de ativos, tecnologia, transporte, incorporação e construção, médico e outros);
 - m. qual percentual de dissolução parcial concedida?
 - n. qual é a forma de apuração de haveres?
 - o. principais motivações para o pedido de dissolução.

Com o cruzamento dessas informações, foi possível responder o que segue:

- a. a) questionamentos referentes à eficiência de medidas já implementadas;
- quais os principais pedidos (a dissolução parcial é o formato mais utilizado?);
- se há variação quanto ao tempo de duração de processos que tramitaram nas varas comuns e os que tramitaram nas varas

- empresariais especializadas (as varas especializadas tendem a resolver os litígios de forma mais rápida?).
- b. levantamento de hipóteses relativas ao fator tempo:
- tempo de duração de processos de dissolução parcial de sociedade motivados por razões alheias à vontade dos sócios (como falecimento ou divórcio de sócio) x motivados por desentendimentos entre sócios;
 - quando o sócio que sai é minoritário, há maior incidência de quebra das empresas?
 - a hipótese acima pode variar conforme o setor de atividade da empresa?
 - quais critérios mais comuns utilizados para avaliação patrimonial das sociedades?
 - porcentagem de êxito na avaliação e pagamento de haveres aos sócios que saem da sociedade.

Ainda no tocante à metodologia utilizada neste trabalho, ressalva-se que foi adotado um critério numérico extremamente simples, que demonstrou funcionar bem no caso concreto em razão do baixo volume de processos analisados. Todavia, trabalhos jurimétricos constantemente demandam a aplicação de modelos estatísticos³⁸⁹ para uma melhor apuração e análise das variáveis de cada caso.

Este trabalho representa uma amostragem, que não consiste em afirmar como todos os casos de dissolução parcial de sociedade de responsabilidade limitada no Judiciário obrigatoriamente se comportam. No entanto, busca-se observar como se apresentam as características mais comumente presentes. Conforme ensina o professor Marcelo Guedes³⁹⁰:

389 GUEDES, Marcelo Nunes, **Jurimetria** – como a estatística pode reinventar o direito. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016. p. 55-82

390 GUEDES, Marcelo Nunes. **Jurimetria** – como a estatística pode reinventar o direito. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016. p. 77

É importante esclarecer que amostras não representam populações e não é correto afirmar, como se faz vulgarmente, que uma amostra é representativa de uma população. Amostras apenas permitem, em dadas circunstâncias, o conhecimento por aproximação de algumas das características da população.

Há extensa doutrina que trata da dissolução parcial de sociedade, porém este trabalho irá se concentrar em extrair do estudo empírico a realidade do tema perante o Judiciário, sem a pretensão de explorar com profundidade a rica discussão disponível no âmbito doutrinário.

3. A DISSOLUÇÃO PARCIAL DE SOCIEDADE E A EFETIVIDADE DA APURAÇÃO DE HAVERES

O Código Civil promulgado pela Lei nº 10.406, em 2002, introduziu expressamente na legislação o conceito de resolução da sociedade em relação a um sócio (que chamamos também de dissolução parcial de sociedade) nos artigos 1.028 a 1.032, 1.085 e 1.086, revogando o Código Civil de 1917 e dispositivos do Código Comercial que até então regulamentavam as sociedades comerciais³⁹¹. Tal previsão buscou consolidar um entendimento já consolidado na jurisprudência, que permitia a dissolução parcial mesmo antes da promulgação do Código Civil de 2002³⁹², tendo em vista a preservação da continuidade das atividades econômicas, alinhada ao princípio da preservação da empresa e no respeito ao fim social.

No âmbito processual, a dissolução parcial de sociedade foi disciplinada de forma expressa a partir da promulgação do Código de

³⁹¹ O Código Comercial, artigo 1.399 (parcialmente revogado pelo Código Civil de 2002) previa apenas a hipótese de dissolução total da sociedade, cuja respectiva liquidação e extinção estavam previstas no também revogado Código Civil de 1916, artigos 335 e 336.

³⁹² LANA, Henrique Avelino, **O Código Civil de 2002 e Dissolução Parcial das Limitadas.** Revista de Direito, Belo Horizonte, p. 125-2014.

Processo Civil de 2015 (CPC/2015), que estabeleceu um procedimento especial para essa demanda^{393, 394}. Esse procedimento pode contemplar três hipóteses: a) apenas a dissolução parcial da sociedade, b) a apuração de haveres somente ou c) os dois pleitos cumulados. A efetividade desse mecanismo, no entanto, depende criticamente da etapa de apuração de haveres, que garante a justa compensação ao sócio retirante e a segurança jurídica para a sociedade remanescente.

3.1 DISTINÇÃO ENTRE DISSOLUÇÃO PARCIAL E APURAÇÃO DE HAVERES

Como explica Campinho³⁹⁵, os institutos da dissolução parcial e da apuração de haveres não se confundem, gerando sentenças com naturezas jurídicas distintas:

Ao conferir ao *caput* do aludido preceito a redação reproduzida, o legislador culminou por estabelecer – de modo genérico e categórico, porém a nosso ver equivocado – que a expressão “ação de dissolução parcial de sociedade” pode contemplar (i) a pretensão de desfazimento do vínculo societário mantido entre o sócio e a sociedade (ação de dissolução parcial propriamente dita ou *stricto sensu*) cumulada com a de apuração de haveres; (ii) somente a pretensão de desfazimento do indigitado vínculo; ou (iii) somente a pretensão de apuração de haveres.

Dessa feita, em *ultima ratio*, pode-se ter, no batismo legal, uma “ação de dissolução parcial de sociedade”

393 Código de Processo Civil em vigor (Lei nº 13.105/2015), artigo 599 a 609.

394 A inserção da previsão de dissolução parcial de Sociedade no projeto de Código de Processo Civil aprovado em 2015 contou com a contribuição dos professores Fabio Ulhoa Coelho e Marcelo Guedes Nunes, conforme documento acima referido (COELHO, Fabio Ulhoa; NUNES, Marcelo Guedes. **Carta de apoio ao novo CPC**. 2012. Disponível em: www.migalhas.com.br/Quentes/17,MI168124,-101048-Carta+de+apoio+ao+novo+CPC+sugere+procedimento+especial+para+tratar. Acesso em: 01 maio 2025).

395 CAMPINHO, Sérgio Murilo Santos, **A sociedade limitada na perspectiva de sua dissolução**. 3. ed. São Paulo: Saraiva Jur, 2024. p. 221

atrelada a um caso em que já se tenha efetivamente por desfeito o vínculo societário em relação a um ou mais sócios, restando pendente de definição judicial tão somente o valor e eventualmente o modo de pagamento de seus haveres.

(...)

Os institutos da dissolução parcial e da apuração de haveres não se confundem, sendo certo que ensejam a prolação de sentenças com conteúdos e naturezas jurídicas completamente distintos.

Por um lado, a ação de dissolução parcial propriamente dita se manifesta pela ruptura do vínculo que une o sócio à sociedade e aos seus demais sócios, desafiando sentença de natureza constitutiva negativa ou desconstitutiva. Por outro lado, a ação autônoma de apuração de haveres pressupõe o prévio desfazimento do referido vínculo e rende ensejo à sentença de natureza condenatória.

Na hipótese de cumulação de ambos os pedidos, logicamente o capítulo da sentença que se voltar para o tema da dissolução terá natureza constitutiva negativa ou desconstitutiva e o que tratar da apuração de haveres terá, por seu turno, natureza condenatória.

Araken de Assis (2003)³⁹⁶ complementa a análise ao ressaltar que, embora a dissolução parcial envolva o rompimento de vínculos societários, ela preserva a continuidade da sociedade, diferentemente da dissolução total, que implica o encerramento definitivo de sua atividade empresarial.

3.2 DESAFIOS PRÁTICOS NA APURAÇÃO DE HAVERES

Apesar da previsão legal, a efetividade da dissolução parcial é frequentemente comprometida por entraves práticos na apuração de

³⁹⁶ ASSIS, Araken de. **Dissolução Parcial e Total das Sociedades.** 10^a ed. rev. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2023.

haveres, como morosidade processual, especialmente na nomeação, atuação de peritos e principalmente repetidas impugnações dos laudos periciais; falta de padronização metodológica para avaliação patrimonial; e insuficiência documental, decorrente da informalidade ou deficiência nos registros contábeis das empresas.

Esses obstáculos, como demonstrado no estudo empírico, muitas vezes inviabilizam o cálculo adequado do valor devido aos sócios ou resultam em situações em que a sociedade remanescente não dispõe de recursos para honrar a obrigação apurada.

3.3 RELEVÂNCIA DO TEMA NO CONTEXTO EMPÍRICO

O presente estudo concentra-se na dissolução parcial de sociedades limitadas no âmbito do Poder Judiciário de São Paulo, com ênfase nos desafios práticos da apuração de haveres. Analisam-se, em capítulos subsequentes, fatores como o princípio da preservação da empresa e a *affectio societatis*; o impacto do tempo de duração dos processos; o perfil dos sócios e as condições de mercado; e as dificuldades documentais e metodológicas na liquidação das cotas.

A apuração de haveres possui relevância especial porque determina não apenas a conclusão adequada da dissolução parcial, no sentido de garantir ao sócio dissidente o quanto lhe é devido, mas também a viabilidade da continuidade empresarial.

Esse aspecto é reforçado por Rosado (2016)³⁹⁷ que destaca a importância do conceito de *status socii* para delimitar os efeitos da dissolução parcial, evidenciando que a perda desse status afeta tanto as relações internas entre os sócios quanto a relação da sociedade com terceiros, elementos cruciais também para a correta apuração dos haveres. Ademais, ressalta que a formalização do desligamento demanda decisão judicial para produzir efeitos perante o Registro Público de Comércio, etapa essencial para garantir a segurança

³⁹⁷ ROSADO, Maria do Céu Marques. **O status socii e a dissolução parcial na sociedade limitada.** 2016. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2016.

jurídica no processo de liquidação das cotas e na continuidade das atividades da sociedade.³⁹⁸

Sob o enfoque processual, Azevedo Novaes e Adamek (2016)³⁹⁹ defendem a sistematização promovida pelo CPC/2015 nos arts. 599 a 609, que reuniu regras anteriormente dispersas e permitindo a cumulação, em um único processo, dos pedidos de dissolução parcial e de apuração de haveres. Segundo eles, tal unificação procedural busca conferir maior celeridade e eficiência ao processo de liquidação societária, permitindo ao juiz modular o rito conforme as peculiaridades do caso concreto. Contudo, são institutos diferentes, conforme ressaltado por Campinho, e trata-se de uma visão otimista que deve ser balanceada com as garantias constitucionais do contraditório e ampla defesa, especialmente em demandas complexas onde a precisão na apuração patrimonial é fundamental.

Importante também distinguir a dissolução parcial, na qual pretende o sócio dissidente a sua retirada da sociedade, com a correspondente apuração de haveres, da exclusão de sócio por justa causa. Enquanto a primeira decorre da quebra da *affectio societatis*, a segunda exige grave inadimplemento de deveres essenciais. Em ambos os casos, porém, a efetividade da medida depende da correta valoração dos haveres⁴⁰⁰.

No aspecto prático, quando há consenso, a dissolução parcial e a apuração de haveres podem ocorrer extrajudicialmente. Porém, na ausência de acordo sobre os valores ou condições de pagamento

398 Rosado aborda aspectos inovadores, como o momento exato da perda do *status socii*, crucial para definir a cessão de direitos e obrigações do sócio; distinção entre os efeitos internos (na sociedade) e externos (perante terceiros) da perda do *status socii*, ressaltando que embora a lei preveja o momento da resolução do vínculo, ainda há incertezas na prática quanto ao alcance e à formalização desse evento. Por fim, traz como ponto relevante no aspecto prático a imprescindibilidade de haver, na decisão judicial, a exigência de formalização perante o registro público, sob pena de persistirem obrigações e direitos não mais aplicáveis.

399 AZEVEDO, Erasmo Valladão; ADAMEK, Marcelo Novaes França Vieira von. **Da ação de dissolução parcial de sociedade: comentários breves ao CPC/2015.** Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, v. 55, n. 163, p. 247-261, maio/ago. 2016.

400 STJ, Recurso Especial no. 917.531 (RS 2007/0007392-5).

- realidade frequente, conforme demonstra o estudo empírico, a intervenção judicial se torna inevitável, destacando os desafios já mencionados na etapa de avaliação e apuração de haveres.

No tocante ao tipo societário, embora a dissolução parcial se aplique predominantemente às limitadas, entendimento unânime na jurisprudência por certo tempo⁴⁰¹, apoiada pela doutrina, que também repudiava a utilização da dissolução parcial para as sociedades anônimas, o STJ revisou esse entendimento⁴⁰² e passou a considerar aplicável o dispositivo da dissolução parcial para sociedades anônimas de capital fechado e cunho pessoal dos sócios, constituídas, segundo esse novo entendimento, de *affection societatis*. Essa flexibilização, porém, exige cautela para não comprometer a segurança jurídica nos processos de apuração patrimonial.

Por fim, o presente estudo concentra-se na dissolução parcial de sociedades limitadas no âmbito do Poder Judiciário de São Paulo, analisando, em capítulos específicos, conceitos fundamentais que sustentam essa disciplina, como o princípio da preservação da empresa e a *affection societatis*, fatores considerados pelos juízes para a concessão ou não da dissolução. Na sequência, serão apresentadas observações empíricas relativas aos efeitos da dissolução parcial quanto ao tempo, perfil dos sócios e condições de mercado, buscando identificar elementos que favoreçam ou dificultem tanto a continuidade da empresa quanto o efetivo recebimento dos haveres pelos sócios.

4. O PRINCÍPIO DA PRESERVAÇÃO DA EMPRESA

Conforme registra o professor Fabio Ulhoa Coelho⁴⁰³:

A tendência atual do direito comercial, no que diz respeito às questões envolvendo os sócios, é a

401 STJ, REsp nº 171.354/SP.

402 STJ, Embargos de Divergência em Recurso Especial (EREsp) nº 111.294/PR.

403 COELHO, Fabio Ulhoa, **Novo Manual de Direito Comercial**. 30. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2018. p. 190

de procurar preservar a empresa. Em razão dos múltiplos interesses que gravitam em torno da produção e circulação de bens e serviços, reservadas à empresa pela ordem constitucional, a sua existência e desenvolvimento deixa de ser assunto da exclusiva alçada dos investidores e empreendedores, seus sócios.

Quando os conflitos entre os sócios, ou entre estes e os sucessores de um deles, impossibilitam a preservação dos laços contratuais, deve-se tentar a compatibilização entre o fim destes laços e a continuidade da sociedade empresária ou, pelo menos, da empresa explorada. A dissolução, assim, não será da pessoa jurídica propriamente, mas dos vínculos contratuais que a originaram. Se houver dissolução de apenas parte destes vínculos, permanecendo a sociedade por força dos demais não dissolvidos, estar-se-á diante da dissolução parcial. Se, ao revés, dissolveram-se todos os vínculos contratuais e, por isso, a sociedade deixar de existir, então será o caso de dissolução total. Mas embora sejam os vínculos contratuais a se dissolverem, em parte ou totalmente, é costume, para simplificação, falar-se em dissolução da sociedade. Uma abreviação útil, que pode ser prestigiada.

A análise da jurisprudência anterior ao Código Civil de 2002 já evidenciava a atuação dos tribunais no sentido de resguardar a continuidade das atividades empresariais, reconhecendo a relevância econômica e social dessas organizações⁴⁰⁴. Esse cenário revela que a incorporação expressa da dissolução parcial no texto legal não representou uma ruptura, mas sim a consolidação legislativa de uma prática já sedimentada na aplicação do direito societário.

Os dados coletados reforçam essa convergência: em 65,5% dos casos examinados, as partes optaram pela dissolução parcial como

⁴⁰⁴ LANA, Henrique Avelino, **O Código Civil de 2002 e Dissolução Parcial das Limitadas.** Revista de Direito, Belo Horizonte, p. 125-2014.

via adequada para solucionar o conflito societário, percentual que se eleva a 88,4% quando considerados apenas os processos de dissolução. Tal predominância confirma que a previsão normativa incorporou um mecanismo amplamente aceito e eficaz, alinhando-se à tendência jurisprudencial preexistente de privilegiar a preservação da empresa como valor jurídico central.

Segundo dados divulgados pelo governo federal⁴⁰⁵, em 2024 foram abertas, no Estado de São Paulo, 77.337 empresas e extintas 51.265 organizações no mesmo período, um índice altíssimo de insucesso empresarial, que corrobora com a preocupação em fortalecer medidas que possam contribuir para a persistência das empresas.

Não obstante a importância pela busca de mecanismos que contribuam com a manutenção das empresas, nas sociedades cujos sócios adotaram o regime de responsabilidade limitada, o princípio da preservação da empresa deve ser harmonizado com os interesses dos sócios. Assim, o princípio da preservação da empresa, tão caro à sociedade, deve conviver com o conceito de *affectio societatis*, que será melhor tratada a seguir e que, no contexto da dissolução parcial da sociedade, complementa-o. Não se justificaria o impedimento da dissociação em sócios de uma sociedade de cunho pessoal (respeito à *affectio societatis*), porém, a solução que melhor atende ao princípio da preservação da empresa é a possibilidade de dissolução parcial e não o encerramento da empresa em caso de desavença societária.

5. AFFECTIO SOCIETATIS

A perda da *affectio societatis* é o argumento usualmente utilizado pela jurisprudência para justificar a necessidade de dissolução parcial de sociedade de responsabilidade limitada. Diz-se na doutrina nacional majoritária que a existência da *affectio societatis* é o principal elemento de uma sociedade de responsabilidade limitada. Isso se trata

⁴⁰⁵ Disponível em: [://www.gov.br/empresas-e-negocios/pt-br/mapa-de-empresas/painel-mapas-de-empresas](http://www.gov.br/empresas-e-negocios/pt-br/mapa-de-empresas/painel-mapas-de-empresas). Acesso em: 01 de maio de 2025.

da existência de um desejo dos sócios de atuarem em conjunto para a realização da atividade objeto da empresa. Quando essa cooperação não faz mais sentido para qualquer um dos sócios, significa que se perdeu a *affection societatis*.

O fundamento que embasa esse entendimento jurisprudencial tem raiz na Constituição Federal (CF), que resguarda o direito fundamental à livre associação ao estipular que “ninguém poderá ser compelido a associar-se ou a permanecer associado”. Justamente por isso, a simples manifestação de vontade do sócio autoriza a sua saída, nos termos do artigo 1.029 do Código Civil.

Há, entretanto, na doutrina, posições divergentes, que entendem que o termo *affection societatis* não seria o mais adequado para denominar a justificativa para a dissolução parcial da sociedade, sendo mais preciso usar o fim social, conforme se pode verificar a seguir:

Na vigência da antiga disciplina societária, é verdade, formou-se em nossos tribunais e, por efeito, ecoou em parcela considerável da doutrina, o entendimento de que a quebra da *affection societatis* seria apta a legitimar a medida extrema de exclusão de sócio. Conquanto essa orientação fosse já então juridicamente claudicante, prosperou, em larga medida, por se apresentar como uma justificativa fácil, genericamente invocável para fundamentar a decisão de qualquer causa, possibilitando, com isso, se deixasse de apreciar e enfrentar as sempre intrincadas particularidades do caso concreto, como isso se impunha.

[...]

A quebra da *affection societatis*, insista-se, não é causa de exclusão de sócio. O que pode eventualmente justificar a exclusão de sócios é a violação dos deveres de lealdade e de colaboração, deveres esses que, a depender do tipo societário e da sua exata conformação pelo metro do fim social, podem ser

mais ou menos alargados. É preciso, pois, evitar o desvio de perspectiva (desvio esse que, muitas vezes, resulta do equívoco de dar ênfase à consequência e não à sua origem).

[...]

Portanto, o moderno direito societário deve, a bem da evolução da ciência societária e da elaboração de soluções precisas e unívocas, abandonar por completo a ideia de *affectio societatis* e aprofundar a análise da noção de fim comum em sentido amplo (compreendendo o escopo-meio e o escopo-fim da organização societária, e as suas interações com os deveres de lealdade, colaboração e contribuição). Só assim conseguir-se-á realmente avançar no trato da matéria e nas soluções para os seus problemas práticos⁴⁰⁶.

Azevedo e Adamek⁴⁰⁷, ao dialogarem com a doutrina alemã, incorporam as reflexões de Herbert Wiedemann, segundo o qual a sociedade deve ser compreendida como uma organização finalística, cuja existência se orienta por um fim comum, essencial e estruturante de sua própria constituição. Wiedemann distingue essa finalidade do mero objeto social ao esclarecer que, enquanto este corresponde ao conjunto de atividades ou operações por meio das quais a sociedade atua no plano econômico e jurídico, a finalidade comum representa o escopo último que fundamenta e legitima toda a estrutura societária, constituindo seu verdadeiro fundamento normativo e organizacional.

406 AZEVEDO, Erasmo Valladão; ADAMEK, Marcelo Novaes França Vieira von. ***Affectio Societatis: Um conceito jurídico superado no moderno direito societário pelo conceito de fim social.*** Revista de Direito Mercantil, São Paulo, v. 149-150, n. 149/150, p. 108-130, dez. 2008. Disponível em: https://adamek.com.br/wp-content/uploads/2020/10/doc-a03-frana_adamek-affectio-societatis-rdm.pdf. Acesso em: 01 maio 2025.

407 AZEVEDO, Erasmo Valladão; ADAMEK, Marcelo Novaes França Vieira von. ***Affectio Societatis: Um conceito jurídico superado no moderno direito societário pelo conceito de fim social.*** Revista de Direito Mercantil, São Paulo, v. 149-150, n. 149/150, p. 108-130, dez. 2008. Disponível em: https://adamek.com.br/wp-content/uploads/2020/10/doc-a03-frana_adamek-affectio-societatis-rdm.pdf. Acesso em: 01 maio 2025.

Nessa mesma linha, Karsten Schmidt identifica a finalidade comum como o elemento constitutivo central das sociedades, deslocando o foco das relações societárias da tradicional *affectio societatis* para a centralidade de sua finalidade social.

Feita essa breve observação e sem negar a interessante reflexão sobre o tema, restringiremos esse trabalho, de cunho empírico, ao entendimento majoritário da jurisprudência, que tem indicado a perda de *affectio societatis* como razão para requerer a dissolução de sociedade. A totalidade dos casos objeto deste estudo seguiram esse entendimento.

A grande maioria dos casos em juízo se referem às sociedades de menor porte, de cunho extremamente pessoal, com o funcionamento da sociedade dependente da atuação dos sócios, o que significa também que, possivelmente, não utilizam ferramentas mais sofisticadas de controle societário, votação, dentre outros, que seriam necessárias à manutenção de uma sociedade com os mesmos sócios, ainda que esses não fossem mais afins.

A perda dessa vontade de os sócios permanecerem em sociedade pode ser concretizada pelos seguintes fatores previstos em lei⁴⁰⁸: a) vontade dos sócios, b) falecimento do sócio, c) retirada de sócio, d) exclusão de sócio, e) falência de sócio e f) liquidação da quota a pedido de credor. Essas não são hipóteses taxativas, sendo facultado ao contrato social prever outras causas de dissolução⁴⁰⁹.

Dentre os processos analisados, em 29,3% deles não foi possível identificar a principal motivação do pedido de dissolução. No entanto, dentre os restantes 70,7% dos casos, 34% foram motivados pelo falecimento de sócio ou divórcio (nesse último caso, o cônjuge do sócio divorciante ingressa com ação para discutir a parcela que lhe cabe na sociedade). Ademais, 66% foram originados das mais diversas causas de divergências entre sócios, citando-se desentendimentos financeiros, suspeitas de fraude, dentre outros aspectos.

408 Código Civil, artigos 1.028, 1.029 e 1.030.

409 Código Civil, artigo 1.035.

Adiante, será analisado o impacto temporal sobre os processos divididos entre essas duas principais motivações.

6. O FATOR TEMPO

Conforme mencionado, dentre as principais razões para o ingresso dos pedidos de dissolução de sociedade observados no estudo empírico, destacam-se: (a) falecimento de sócio, (b) divórcio de sócio e (c) divergências entre sócios. A análise revelou uma disparidade significativa no tempo de ingresso judicial entre os casos motivados por fatores alheios à vontade dos sócios (falecimento e divórcio) e aqueles decorrentes de conflitos societários diretos.

6.1 DIFICULDADES NA APURAÇÃO DE HAVERES E O IMPACTO DO TEMPO

A análise dos casos revela uma distinção fundamental quanto ao tempo de tramitação dos processos de dissolução parcial conforme sua origem. Os processos decorrentes de falecimento ou divórcio de sócios⁴¹⁰ apresentam particularidades que os tornam significativamente mais demorados em comparação com aqueles motivados por conflitos societários diretos. Esta diferença temporal decorre da complexa interface entre as esferas familiar/sucessória e empresarial, mas principalmente em virtude da demora das partes em recorrer à vara especializada para decidir questões da dissolução social ao invés de tentar aproveitar a vara da família e sucessões para decidir esse tema, alheio à competência deles.

410 O ingresso, como sócios, de herdeiros (de sócio falecido) ou de divorciando (de sócio) não é automático e tampouco obrigatório. No entanto, caso desejem e os sócios sobreviventes não se opuserem, não há nenhum impedimento e evitaria a dissolução parcial. Em nenhum dos casos analisados, todavia, percebeu-se o interesse de qualquer das partes nesse caminho, realmente incomum, dado o diminuto envolvimento desses com a empresas e a inexistência de *affection societatis* nos casos de sociedades de pessoas.

Constata-se, nos processos analisados, que a controvérsia societária permanece, por anos, sendo discutida na esfera de família e sucessões até que, diante da constatação, pelo juízo competente, da impossibilidade de apreciar matéria de natureza eminentemente empresarial, recomenda-se a dissolução parcial e/ou apuração de haveres em vara especializada. Em outros casos, diante da prolongada indefinição, são as próprias partes que optam por ajuizar ação perante a vara especializada, muitas vezes concomitantemente ao processo em trâmite na vara de família e sucessões.

Essa limitação procedural decorre de fatores estruturais do sistema judiciário. Primeiramente, verifica-se uma delimitação rígida de competências, na medida em que as varas cíveis ordinárias não detêm atribuição para decidir sobre matéria societária em sua plenitude técnica. Ademais, constata-se uma prática recorrente, ainda que equivocada, de tentar resolver questões societárias no bojo da ação originária de família ou sucessões, ultrapassando os limites da competência material do juízo cível. Essa abordagem, embora compreensível pela busca de celeridade processual, revela-se ineficaz, pois as questões societárias exigem análise técnica especializada, própria das varas empresariais. A insistência nessa estratégia acaba por prolongar desnecessariamente o trâmite processual, já que as decisões proferidas nesse contexto frequentemente carecem de eficácia para solucionar adequadamente os conflitos societários decorrentes.

Essa morosidade prejudica a efetividade da apuração de haveres, já que a demora dificulta a recuperação de documentos contábeis e legais, essenciais para uma avaliação precisa dos haveres. Além disso, muitas empresas encerram atividades antes da conclusão do processo, inviabilizando o pagamento aos sócios retirantes (apenas 8,65% dos casos analisados concluíram a etapa de liquidação).

Assim, para fins de discussão do fator tempo, tomamos a iniciativa de separá-los em dois grandes grupos: a dissolução parcial requerida por força de vontades alheias aos sócios, ou seja, por falecimento e

por divórcio de sócio⁴¹¹, e o segundo grupo cuja dissolução parcial foi motivada por divergências entre os sócios, diretamente. Dentre os pedidos baseados nas motivações de divergência de sócios, há dissolução parcial por vontade dos sócios, retirada ou exclusão de sócio. Não houve nenhum caso de liquidação da quota a pedido de credor ou falência de sócio dentre os processos analisados.

Os processos judiciais de dissolução parcial de sociedade que envolvem casos oriundos de falecimento ou divórcio de sócios são os processos mais antigos dentre os analisados. Observou-se um decurso de tempo relevante (superior a 2 anos) entre o início da discussão na esfera cível (sucessão e/ou família) antes de iniciar-se ação adequada na esfera empresarial. Isso porque 61,5% dos processos que demoraram mais que 25 meses para iniciar após a desavença se referiram a essas matérias. Comparativamente, em 70% de todos os casos analisados, as ações foram ajuizadas em até 2 anos do início do litígio, indicando maior agilidade quando não há sobreposição com outras esferas judiciais.

A despeito do enorme prejuízo que tal demora gera às partes, não vemos o que poderia ser feito do ponto de vista de melhoria legislativa, uma vez que a legislação atual já permite que as partes, desde a verificação de desavença quanto ao valor devido aos herdeiros ou divorciando, ingressar com ação específica de dissolução e/ou apuração de haveres, concomitante à discussão relativa a família ou sucessões. Caberia talvez aos advogados patronos a competência para recomendar essa medida jurídica em tempo mais apropriado. Não o fazendo, cabe o ônus de arcar com a delonga demasiada, que geralmente causa maior dificuldade na recuperação de informações e no recebimento de valores eventualmente devidos.

⁴¹¹ A dissolução parcial por divórcio de sócio, geralmente, é proposta pelo cônjuge divorciando-se de um dos sócios, que busca receber parte dos haveres da empresa em razão da partilha em discussão no processo de divórcio.

6.2 PRAZO PRESCRICIONAL

6.2.1 DURAÇÃO

O princípio da segurança jurídica é o principal fundamento da prescrição, visto contribuir para a previsibilidade e estabilidade das relações entre as partes, aspecto crítico na apuração de haveres, onde a demora pode comprometer a precisão dos cálculos e a disponibilidade de documentos contábeis.

Ademais, protege a confiança entre elas, na medida em que impede que sejam surpreendidas por pretensões tardias, presumidamente resolvidas em razão da inércia em relação a uma demanda. Isso permite que a empresa (e a sociedade, pensando em larga escala) avance sem carregar o peso de litígios e incertezas intermináveis, especialmente relevante em processos de dissolução parcial, onde a indefinição prolongada pode inviabilizar a continuidade da sociedade remanescente.

A prescrição contribui para a eficiência da justiça, ao estabelecer prazos para o exercício de direitos, promovendo a celeridade processual e evitando a sobrecarga de casos antigos, o que é essencial para garantir que a apuração de haveres seja realizada com base em informações atualizadas e não obsoletas.

Na dinâmica empresarial, a celeridade é especialmente relevante, dado que agilidade dos eventos comerciais são marcas da atuação moderna e merecem um olhar diferenciado, principalmente em processos de apuração de haveres, onde a demora pode resultar na desvalorização de ativos ou na perda de documentos essenciais.

Citamos como exemplos o prazo prescricional previsto no artigo 286 da Lei nº 6404/76⁴¹² de apenas dois anos para anular deliberações tomadas em assembleia geral ou especial, quando irregularmente convocadas ou instaladas ou que violam a lei ou o estatuto e o prazo

⁴¹² Art. 286, Lei nº 6404/76 (Lei das Sociedades por Ações): “A ação para anular deliberações tomadas em assembleia-geral ou especial, irregularmente convocada ou instalada, violadoras da lei ou do estatuto, ou eivadas de erro, dolo, fraude ou simulação, prescreve em 2 anos, contados da deliberação”.

prescricional de apenas três anos⁴¹³ previsto no artigo 206, parágrafo 3º, inciso III do Código Civil para discutir as distribuições de valores aos sócios deliberadas na assembleia de sócios.

Enquanto isso, a sociedade está sujeita a um prazo prescricional de dez anos⁴¹⁴ para a discussão de apuração de haveres, sujeitando-a a uma incerteza demasiadamente longa, que pode comprometer a efetividade do processo de liquidação das cotas, especialmente em empresas com gestão informal ou documentação frágil. Não há caminho legal disponível, nesse momento, que permita à sociedade não se sujeitar a esse longo prazo prescricional, porém, ressalta-se neste trabalho a importância de haver um estudo mais apurado para verificar a necessidade de tal delonga.

Foi analisado o tempo transcorrido entre o início da divergência, conforme descrito na petição inicial e a data de ingresso da ação judicial para avaliar se as partes usam esse extenso prazo de dez anos para ingressar com ação judicial, o que pode agravar as dificuldades práticas na apuração de haveres, como a perda de registros contábeis ou a insolvência da sociedade remanescente, trazendo incerteza ao ambiente empresarial.

Foi verificado o seguinte: em 70% dos casos, os processos foram iniciados em até dois anos do início do litígio e 30% em prazo superior. Porém, dentre os 13 casos cuja discussão judicial se iniciou a partir do 25º mês de desavença, 8 deles foram motivados pelo falecimento ou divórcio de sócio e apenas 5 cinco deles por divergência societária efetivamente, indicando que num universo de 58 processos que tratavam de divergência societária, apenas 8% ingressaram com ação judicial em prazo superior a 2 anos da data de início da desavença. Isso indica que a morosidade em ações sucessórias ou familiares pode retardar a apuração de haveres, prejudicando a eficácia do instituto, e

413 Art. 206, parágrafo 3º, inciso III, Código Civil: prescreve em 3 anos “a pretensão para haver juros, dividendos ou quaisquer prestações acessórias, pagáveis, em períodos não maiores de um ano, com capitalização ou sem ela”.

414 Art. 205, Código Civil: “A prescrição ocorre em dez anos, quando a lei não lhe haja fixado prazo menor”.

que não se observa, em geral, o uso efetivo do prazo de dez anos para ingresso de ação de dissolução parcial.

Depreende-se das informações acima que é interessante estudar com maior profundidade a possibilidade de diminuir esse prazo prescricional, haja vista a enorme insegurança que traz para o ambiente empresarial e o baixo risco que essa redução representará perante os sócios que buscam amparo judicial para o seu conflito. Tal reflexão pode partir do aprofundamento quanto à motivação de prazos mais curtos a outras matérias passíveis de afetar a segurança jurídica da sociedade, já comentadas, como anulação de deliberações tomadas em assembleia irregular e para o questionamento das distribuições de valores aos sócios.

6.2.2. DATA-BASE PARA CÁLCULO PRESCRICIONAL

Não obstante tenha sido ressaltada a importância em limitar o prazo para o início da discussão judicial relativa à dissolução parcial e apuração de haveres, essa não é uma verdade absoluta e deve ser equilibrada para garantir justiça. Essa reflexão tem coerência com a discussão sobre a data-base para início do cálculo do prazo prescricional, elemento determinante para a apuração de haveres, pois define o marco temporal da avaliação patrimonial.

Tradicionalmente, o prazo é contado a partir da data da violação do direito⁴¹⁵, conforme a forma clássica (objetiva) de contagem, que se inicia com o surgimento da pretensão, momento em que o direito pode ser exercido, independente de o titular ter ou não conhecimento do fato. Entretanto, em importante decisão, o Superior Tribunal de Justiça (STJ) reconheceu que, para fins de responsabilização de administradores, o prazo prescricional deve ser contado a partir da data em que houve efetivo conhecimento da violação⁴¹⁶, aplicando-se a

415 Art. 189, Código Civil: “Violado o direito, nasce para o titular a pretensão, a qual se extingue, pela prescrição, nos prazos a que aludem os arts. 205 e 206”.

416 Superior Tribunal de Justiça – STJ, Agravo Interno no Recurso Especial nº 1.494.347/SP.

teoria da *actio nata*⁴¹⁷ em sua vertente subjetiva. Nesse entendimento, o prazo somente começa a correr quando o titular tem ciência inequívoca do dano ou da lesão, buscando-se assegurar maior justiça e segurança jurídica. Essa flexibilização é crucial em casos de apuração de haveres, onde a falta de transparência na gestão societária pode ocultar fatos relevantes para o cálculo do valor devido.

San Tiago Dantas⁴¹⁸, ao tratar da prescrição e da relação entre direito e ação, defende a vertente tradicional de que o prazo prescricional se inicia quando a pretensão se torna exercitável, isto é, quando o titular adquire a possibilidade jurídica de ajuizar a ação cabível. Embora não utilize expressamente a expressão *actio nata*, o autor adota a mesma lógica que fundamenta sua vertente objetiva: o marco inicial da contagem prescricional ocorre com o nascimento da pretensão, quando já estão presentes as condições para exigir judicialmente o direito, sendo a inércia do titular, a partir de então, determinante para a perda da ação.

A aplicação contemporânea da teoria da *actio nata* pelo STJ demonstra, entretanto, uma evolução interpretativa em relação à concepção clássica adotada por parte da doutrina, como a de San Tiago Dantas. Enquanto este defendia um marco inicial objetivo, fundado quando a pretensão se torna exercitável, a Corte Superior, em determinadas hipóteses, tem flexibilizado esse parâmetro, adotando uma perspectiva subjetiva quando as circunstâncias do caso concreto indicam que o titular do direito não teve condições efetivas de agir.

O STJ reconheceu ser esse um caso excepcional e esclareceu que considerou o fato de que o administrador da sociedade, durante o seu mandato, não teria apresentado balanços dos exercícios em que esteve à frente da empresa e não realizou assembleia para aprovação das contas da sua gestão, concluindo o STJ que “a publicidade dos atos

⁴¹⁷ O princípio da *actio nata* (ação não nascida não prescreve) estabelece que prazos prescricionais começam a ser contados do exato momento da violação de determinado direito.

⁴¹⁸ DANTAS, San Tiago. **Programa de direito civil: aulas proferidas na Faculdade Nacional de Direito (1942-1945)**, Rio de Janeiro: Editora Rio, 1977.

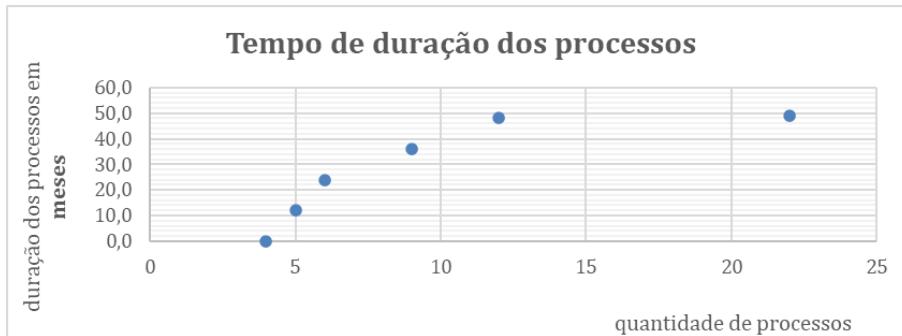
relativos à administração empresarial ficou sensivelmente vulnerada, circunstância que, inevitavelmente, obsta a fixação da data em que a assembleia deveria ter ocorrido como marco inicial do lapso prescricional”.

Tal decisão deixou clara a preocupação do STJ em proteger os sócios de eventual administração fraudulenta da sociedade e reforça a necessidade de critérios claros para a data-base na apuração de haveres, evitando que a falta de documentação ou a má-fé comprometam a justiça do processo. É um convite a uma discussão mais aprofundada sobre o prazo prescricional para a proposição de ação de dissolução de sociedade, considerando que tende a ser contextualizada, conforme as regras subjetivas da teoria da *actio nata*.

6.3 DURAÇÃO DOS PROCESSOS

A seguir, serão apresentados dados extraídos da análise empírica relacionadas ao tempo de duração do processo. A questão é um tema antigo de descontentamento no Brasil em todas as esferas judiciais, podendo representar um óbice ao direito de acesso à justiça, garantido pela Constituição Federal. Analisa-se, assim, a seguir, o impacto que a duração dos processos pode causar, especificamente, sobre as atividades empresariais das sociedades limitadas e a efetividade da apuração de haveres, muitas vezes inviabilizando-a devido à deterioração financeira da empresa ou à perda de documentos essenciais.

Figura 1: Tempo de duração dos processos



Fonte: Elaborada pela autora (maio/2025)

O tempo estimado de duração dos processos, ou seja, o tempo transcorrido entre a data de início do processo e a data final do processo, em 58,6% dos casos analisados supera 3 anos de duração. Considerando o porte médio ou pequeno das empresas envolvidas e o caráter pessoal da gestão, em que os sócios estão diretamente ligados à operação, presume-se muito desafiadora a manutenção saudável das atividades dessas empresas durante o período de disputa judicial. Isso compromete não apenas a continuidade da sociedade, mas também a própria viabilidade da apuração de haveres, já que a empresa pode deixar de existir antes mesmo da conclusão do processo.

Como informação adicional para a análise do impacto do “tempo” na disputa das sociedades, o estudo empírico capturou os dados a seguir descritos.

Do total de 58 processos analisados, cerca de 44,8% ainda não transitaram em julgado de forma definitiva. Entende-se isso da seguinte forma: não obstante a apelação tenha sido julgada, há recursos pendentes ou foi decidido sobre a dissolução, porém ainda resta seguir com a apuração de haveres.

Enquanto 100% das empresas envolvidas nos litígios objeto deste estudo estavam ativas na data de proposição da ação judicial, em 01 de janeiro de 2025 apenas cerca de 50% permaneciam ativas. Dentre os processos que já transitaram em julgado, cerca de 70%

das empresas envolvidas já encerraram atividades. Com relação aos processos que ainda não transitaram em julgado (observado o acima), cerca de 34,4% das empresas não estão mais ativas. Esses números são preocupantes, na medida em que a maior parte das empresas encerra atividades antes de ter o litígio societário resolvido no âmbito do Poder Judiciário, o que pode indicar algumas possibilidades.

Um litígio dessa natureza pode comprometer a saúde da empresa, a ponto de levá-la ao encerramento de suas atividades de forma prematura.

Ademais, o alto índice de encerramento das empresas em litígio pode estar atribuído a outras variáveis não estudadas aqui, como a possibilidade de o funcionamento dessas empresas estar muito vinculado à atividade direta do sócio, ou seja, que não possuem uma gestão corporativa. Nesse caso, possivelmente uma disputa entre sócios afeta negativamente e de forma relevante a empresa.

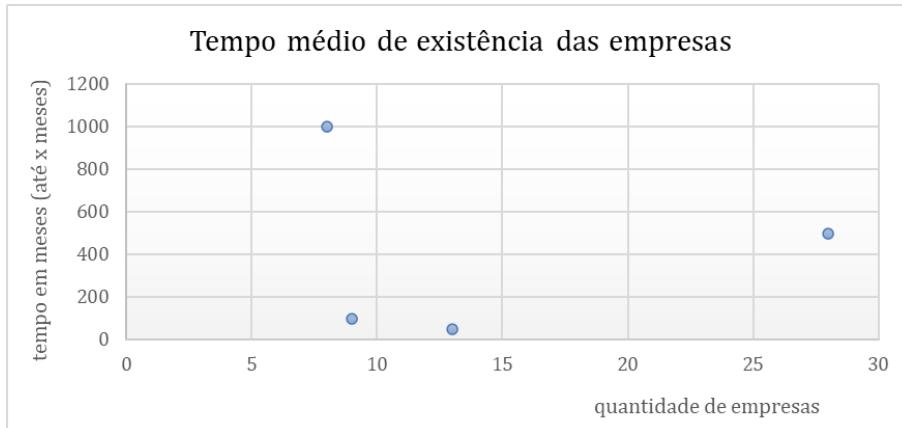
Outro dado extraído do estudo empírico que corrobora com essa discussão é o fato de que 77,6% das empresas objeto do estudo possuíam mais de 50 meses de existência na data de início da respectiva ação judicial, indicando que haviam superado os desafios inerentes ao início de uma atividade empresarial, superando 5 anos de existência, prazo em que há relevante parcela de empresas que encerram suas atividades⁴¹⁹, e haviam conquistado expressiva longevidade empresarial.

Assim, os dados acima, extraídos do estudo empírico, pode sugerir que as empresas em litígio que encerraram atividades e possuíam expressiva longevidade empresarial (mais que 50 meses de existência), podem ter tido como dificuldade de operação o próprio litígio.

Isso pode ser observado no quadro completo a seguir, extraído de dados obtidos no estudo empírico:

⁴¹⁹ IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, **Pesquisa: Demografia das Empresas e Estatísticas de Empreendedorismo**. 2021. Segundo o IBGE, na pesquisa que abrange empresas existentes 2019, dados apontam que apenas 37,6 % das empresas nascidas em 2014 sobreviveram até 2019, ou seja, menos de 40 % continuam ativas após 5 anos de existência.

Figura 2: Tempo médio de existência das empresas



Fonte: Elaborada pela autora (maio/2025)

Em qualquer uma das hipóteses, entretanto, pode-se inferir que, no mínimo, houve perda da oportunidade de as partes, incluindo a empresa, beneficiarem-se da decisão judicial, uma vez que a empresa não sobreviveu ao tempo. Assim, o duradouro tempo dos processos judiciais não contribui com a aplicação do princípio de conservação da empresa e é uma questão importante a ser enfrentada.

Portanto, a celeridade processual não é apenas uma questão de eficiência judiciária, mas um requisito essencial para a efetividade da dissolução parcial e da apuração de haveres. Medidas como varas especializadas, priorização de processos societários e métodos alternativos de solução de conflitos (mediação, arbitragem) podem mitigar esses efeitos, assegurando que a empresa sobreviva ao litígio e que os sócios tenham seus direitos patrimoniais resguardados.

6.4 CÂMARAS EMPRESARIAIS

Aplicadores do direito não têm medido esforços no sentido de encontrar maneiras de suavizar o problema da longa duração

processual, que assola não só a área empresarial, mas afeta todas as questões em litígio no país.

Especificamente com relação às demandas no campo do empresariado, foram implementadas as câmaras empresariais, com o objetivo de tornar mais eficientes e céleres os processos judiciais que envolvessem essa esfera⁴²⁰.

Do trabalho empírico objeto deste estudo, tem-se que 77,6% dos processos tramitaram perante câmaras empresariais e 22,4% estiveram sob jurisdição das demais.

O primeiro grande ganho obtido com a criação das câmaras empresariais refere-se à qualidade das decisões, visto que referidas varas estão, a princípio, mais bem preparadas para julgar temas afetos ao tema comercial e a concentração das matérias só contribui nesse sentido.

Porém, verifica-se no trabalho empírico aqui realizado que houve também significativo ganho de tempo nesses julgamentos com a adoção das câmaras empresariais, mesmo que as demandas comerciais tendam a ser mais complexas, exigindo, portanto, um tempo de análise maior e mais pormenorizado por parte dos órgãos julgadores.

Nesse sentido, verificamos que houve 22 processos judiciais com duração superior a 49 meses de duração, equivalentes a 37,9% dos casos avaliados. Metade desses processos tramitou perante a vara comum e a outra metade nas câmaras empresariais especializadas, não observando-se, especificamente nessa faixa, ganho na criação de tais câmaras especificamente com relação ao tempo de duração dos processos.

No entanto, conforme se analisam casos cujos processos foram resolvidos em menor tempo, verifica-se a presença maior de processos julgados nas câmaras empresariais quanto menor o tempo envolvido

420 Para maiores informações sobre a origem das câmaras empresariais, ver mais em: ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE JURIMETRIA – ABJ. **Estudo sobre varas empresariais na Comarca de São Paulo.** 2016. Disponível em: <http://abj.org.br/pesquisas/varas-empresariais/>. Acesso em: 01 de maio de 2025.

no curso dos processos. Para processos com duração menor que 12 meses, quase a totalidade teve como julgador competente uma câmara empresarial.

Apresenta-se, abaixo, o quadro completo sobre tal aspecto.

Tabela 1: Tempo de processo x vara comum ou vara especializada

| % dos casos | Tempo de processo | % distribuída em vara comum ou especializada | |
|--------------------|--------------------------|---|--------------------|
| 7,90% | acima de 49 meses | 50% | vara comum |
| | | 50% | vara especializada |
| 20,70% | entre 37 e 48 meses | 9% | vara comum |
| | | 91% | vara especializada |
| 15,50% | entre 25 e 36 meses | 0 | vara comum |
| | | 100% | vara especializada |
| 10,30% | entre 13 e 24 meses | 0 | vara comum |
| | | 100% | vara especializada |
| 8,60% | até 12 meses | 0 | vara comum |
| | | 100% | vara especializada |
| 6,90% | n/a | 25% | vara comum |
| | | 75% | vara especializada |

Fonte: Elaborada pela autora (maio de 2025)

O fato de todos os processos judiciais iniciados a partir de 2017 com temas afetos às câmaras especializadas terem sido remetidos à competência das mencionadas varas, possivelmente, impacta nos números acima. Por exemplo, o fato de os casos mais antigos (com julgamento em prazo maior que 49 meses) terem a divisão

bem equilibrada entre varas comuns e especializada possivelmente indicam que mesmo nas varas especializadas, há casos que demoram também enorme tempo, seja em razão da complexidade ou mesmo pela possibilidade de tais processos terem sido originados de outros processos (como os casos de falecimento e divórcio de sócio).

Ainda que os números acima possam ser influenciados por outros fatores, restam evidências de ter havido importante ganho temporal com o surgimento das varas empresariais, indicando acerto da administração judiciária do Estado de São Paulo. Ressalta-se, uma vez mais, que o maior ganho obtido com a criação de varas especializadas foi quanto à qualidade das decisões, matéria não avaliada no presente trabalho.

Outras medidas têm sido implementadas na tentativa de agilizar o processo judicial, como a instauração do processo eletrônico⁴²¹, o crescente uso de meios alternativos de solução de conflitos⁴²² e outras alterações implementadas no Código de Processo Civil aprovado em 2015, como a obrigatoriedade de reunir toda a matéria de defesa na contestação⁴²³, o incidente da resolução de demandas repetitivas⁴²⁴, a redução do número de recursos, como embargos de infração e reter recursos, bem como estímulo à formação de precedentes judiciais⁴²⁵.

421 Art. 193, Código de Processo Civil: “Os atos processuais podem ser total ou parcialmente digitais, de forma a permitir que sejam produzidos, comunicados, armazenados e validados por meio eletrônico, na forma da lei.”

422 Art. 3º, Código de Processo Civil: “Não se excluirá da apreciação jurisdicional ameaça ou lesão ao direito. Parágrafo 1º - É permitida a arbitragem, na forma da lei. Parágrafo 2º - O Estado promoverá, sempre que possível, a solução consensual dos conflitos. Parágrafo 3º - A conciliação, a mediação e outros métodos de solução consensual de conflitos deverão ser estimulados por juízes, advogados, defensores públicos e membros do Ministério Público, inclusive no curso do processo judicial”.

423 Art. 336, Código de Processo Civil: “Incumbe ao réu alegar, na contestação, toda a matéria de defesa, expondo as razões de fato e de direito em que impugna o pedido do autor e especificando as provas que pretende produzir”.

424 Art. 928, Código de Processo Civil: “Para os fins deste Código, considera-se julgamento de casos repetitivos a decisão proferida em: I – incidente de resolução de demandas repetitivas; II – recursos especial e extraordinário repetitivos. Parágrafo único. O julgamento de casos repetitivos tem por objeto questão de direito material ou processual”.

425 Art. 927, caput, Código de Processo Civil: “Os juízes e os tribunais observarão: I – as decisões do Supremo Tribunal Federal em controle concentrado de

Tais medidas interferem positivamente em todas as ações judiciais em trâmite, acelerando seu curso, incluindo as ações de dissolução parcial de sociedades, objeto deste artigo.

Apesar de tais medidas contribuírem para a maior efetividade do princípio da razoável duração do processo e do princípio do acesso à justiça, o tempo gasto em discussões judiciais ainda não é razoável e demanda melhorias. Críticas ao atual sistema, presentes em vasta literatura jurídica relacionadas à enorme duração do tempo dos processos, sugerem a redução ainda maior das possibilidades de recursos, como limitar-se o uso dos embargos e a obrigatoriedade de seguir precedentes judiciais para certas matérias mais simples e já pacificadas, que geram a rediscussão infindável, desnecessária e inútil de matérias já amplamente estudadas pelo Judiciário. Ainda que haja receio de afetar negativamente o acesso à justiça e ao direito à ampla defesa, há clara janela de oportunidade entre a completa proibição e a total permissão, que dá margem ao abuso e protelamento nocivo. O tema merece ser mais bem estudado e testado em trabalho oportuno.

Registrhou-se casos em que houve tentativa de o autor garantir o recebimento de valores de forma liminar, sob o argumento de se tratar dos chamados “valores controversos”. Em matérias de cobrança, pode ser uma excelente ferramenta, não só para já garantir o efetivo recebimento de parte da dívida, como pode representar um incentivo à composição entre as partes, visto que o réu estará obrigado à amortização de parte da dívida. Porém, dentre os casos analisados neste trabalho, em nenhum caso tal pedido foi acolhido. Isso ocorre, porque os sócios participam do risco da sociedade, cabendo, antes de auferir o quanto lhes seria devido, o saldo financeiro das atividades da empresa. Assim, ainda que tenha tido recebíveis, se houve a contabilização de prejuízo, não será possível realizar nenhum acerto

constitucionalidade; II – os enunciados de súmula vinculante; III – os acórdãos em incidente de assunção de competência ou de resolução de demandas repetitivas e em julgamento de recursos extraordinário e especial repetitivos; IV - os enunciados das súmulas do Supremo Tribunal Federal em matéria constitucional e do Superior Tribunal de Justiça em matéria infraconstitucional; V - a orientação do plenário ou do órgão especial aos quais estiverem vinculados”.

ao sócio que está saindo da sociedade. De forma semelhante, ainda que as quotas do sócio que está saindo tenham valor patrimonial registrado no balanço da sociedade, se esta tiver passivo a dever, essas quotas podem não valer nada.⁴²⁶ Desse modo, a busca pelo recebimento do “valor incontroverso” faz sentido em momento muito a posteriori, o que possivelmente não agrega em eventual estratégia de antecipar valores a receber.

Por fim, um fator agravante que o fator “tempo” traz aos processos de dissolução parcial de sociedade é a dificuldade maior para a recuperação de provas sobre as atividades da sociedade, tema que será tratado mais adiante.

7. O FATOR SÓCIO

Ademais, mereceu atenção deste trabalho empírico o percentual de participação dos sócios nas sociedades sob litígio.

Em 70,7% das empresas sob judice analisadas, o sócio que saía da sociedade tinha participação menor que 50%. Em cerca de 24% das empresas, a participação estava entre 50% e 59% e em apenas 5% delas o sócio que saída da sociedade tinha participação maior que 60% no capital da empresa. A seguir, são apresentadas informações mais detalhadas:

Tabela 2: Participação dos sócios que saíram da sociedade em litígio

| % dos processos analisados | participação do sócio que saiu da sociedade |
|----------------------------|---|
| 5,2% | a partir de 60% |
| 24,1% | 50% a 59% |
| 12,0% | 40% a 49% |

⁴²⁶ Aqui cabem rememorar a relevância de temas como *status socii* defendido por Rosado, útil para cravar as datas de responsabilidade interna e externa dos sócios no ambiente da dissolução parcial e a responsabilidade legal pelo pagamento de haveres, que, em regra, é da sociedade e não dos sócios remanescentes.

| | |
|-------|-----------|
| 31,0% | 11% a 40% |
| 17,3% | até 10% |
| 10,4% | N/A |

Fonte: Elaborada pela autora (maio de 2025)

Ao cruzar as informações acima com os dados referentes ao número de empresas que encerraram as suas atividades durante o curso do processo judicial, temos que das 17 empresas cujo sócio que saiu da sociedade possuía participação a partir de 50%, apenas 3, ou seja, o equivalente a cerca de 17% permaneceu ativa. Já dentre as empresas em que o sócio que saiu possuía participação menor que 50%, cerca de metade delas encerrou as suas atividades e a outra metade permaneceu ativa. O resultado corresponde ao que se espera intuitivamente, já que se imagina uma relevância maior na atuação de um sócio majoritário.

Cruzando exclusivamente essas 2 informações (percentual de participação dos sócios e empresas que permaneceram ativas ou não), sem levar em consideração qualquer outra variável que possa influenciar nesse cenário, parece-nos que quanto menor a participação do sócio que saiu da sociedade, menor o impacto que a sua saída causa nas atividades da Sociedade.

Do ponto de vista jurídico, o minoritário ocupa posição sensível na sociedade e a melhor forma de se resguardar é mediante uma boa negociação no momento da sua constituição. Porém, na prática, o que se vê, na grande maioria das vezes, é a adoção de um modelo de contrato genético, sem preocupações quanto a proteção dos direitos dos sócios minoritários. Em nenhum dos casos analisados, verificou-se uma menção a cláusulas especialmente desenhadas com esse fim⁴²⁷.

⁴²⁷ STJ, Recurso Especial nº. 2.170.665/DF. Em 04/02/2025, o STJ decidiu que a exclusão extrajudicial de sócio, prevista no art. 1085 do Código Civil, é possível ainda que não prevista no contrato social da sociedade, desde que tenha sido prevista em acordo entre os sócios.

Apesar da constituição da pessoa jurídica ser uma forma de proteção aos sócios, visto que a lei lhes confere proteção patrimonial limitada ao capital social da sociedade constituída, isso não é suficiente. Sugere-se, a seguir, alguns exemplos de matérias que poderiam ser previstas na constituição da sociedade, com esse fim e que auxiliariam um sócio minoritário que sai de sociedade em razão de dissolução parcial de sociedade:

- a. usar subsidiariamente as regras do artigo 202 da Lei nº 6404/76 para prever a obrigatoriedade de pagamento mínimo de dividendos;
- b. estabelecer quórum unânime de votação para deliberar matérias estratégicas, evitando, por exemplo, a diluição de participação societária, o endividamento da empresa, dentre outras (não obstante o Código Civil, art. 1010 preveja como regra geral a votação em regime de maioria do capital, não veda a utilização da unanimidade);
- c. tratar com cuidado a questão da exclusão de sócio por justa causa, caso esteja prevista no contrato social. O artigo 1085 do Código Civil exige sua previsão expressa para que possa ser aplicada. Assim, talvez seja mais vantajoso a um sócio minoritário não permitir essa cláusula ou pensá-la de forma cuidadosa para que não saia prejudicado;
- d. prever expressamente o direito de retirada da sociedade de forma imotivada (o artigo 1077 do Código Civil prevê a possibilidade motivadamente, mas a Lei nº 6404/76 pode ser usada subsidiariamente para garantir ao sócio minoritário esse direito de forma mais ampla);
- e. garantir de forma expressa e por escrito que qualquer sócio possa, a qualquer tempo, ter acesso a informações e documentos da sociedade (isso, porque, prevê o artigo 1021 do Código Civil que pode ser determinada época própria para o exame dos livros e documentos, bem como do estado da caixa e da carteira da sociedade);

- f. definir os critérios para apuração de haveres no formato que melhor convier ao setor em questão, dentre os diversos tipos possíveis.

Há outros mecanismos interessantes, como a previsão de direito de preferência, *tag along*, *drag along* e outros mecanismos de venda de participação societária que costumam ser utilizados apenas em sociedades mais sofisticadas e, portanto, não serão abordados no presente trabalho, cujas empresas analisadas são de baixa complexidade.

8. OS MERCADOS DE ATUAÇÃO

Não foi verificado no trabalho empírico qualquer tendência de comportamento relacionado ao setor de atividade das empresas envolvidas, razão pela qual não nos alongaremos na discussão da questão, seguindo as informações para registro:

Tabela 3: Subdivisão por setor de atividade

| | |
|--------|-----------|
| 55,20% | serviço |
| 27,60% | comércio |
| 12,10% | indústria |
| 5,20% | n/a |

Fonte: Elaborada pela autora (maio de 2025)

Tabela 4: Subdivisão por área de atuação

| | |
|--------|---------------------------|
| 25.90% | alimentação |
| 8,60% | administração de ativos |
| 6,90% | tecnologia |
| 6,90% | transporte |
| 6,90% | incorporação e construção |
| 5,20% | médicos |
| 39,70% | outros |

Fonte: Elaborada pela autora (maio de 2025)

9. LIQUIDAÇÃO E APURAÇÃO DE HAVERES

Para o presente trabalho foi escolhido o filtro “apuração de haveres” para que o trabalho fosse concentrado em processos com maior chance de discutir os critérios utilizados para fins de apuração e efetivo pagamento de valores aos sócios.

Conforme disposto no artigo 1.032 do Código Civil:

A retirada, exclusão ou morte do sócio, não o exime, ou a seus herdeiros, da responsabilidade pelas obrigações sociais anteriores, até dois anos após averbada a resolução da sociedade; nem nos dois primeiros casos, pelas posteriores e em igual prazo, enquanto não se requere a averbação.

Todavia, é importante esclarecer que o pagamento dos haveres é de responsabilidade da sociedade e não dos sócios⁴²⁸, assim, estes

⁴²⁸ TJ, Agravo de Instrumento no. 2033338-62.2022.8.26.0000: “O pagamento dos haveres é de responsabilidade da sociedade, e não dos sócios. No caso, os haveres do sócio excluído devem ser pagos, em princípio, pela sociedade (...). O sócio somente

só serão responsabilizados por qualquer pagamento de haveres aos demais sócios de forma excepcional, caso haja comprovação de abuso de personalidade e confusão patrimonial, que podem justificar a ocorrência do incidente da desconsideração de pessoa jurídica.

Portanto, a efetiva percepção de haveres pelo sócio retirante depende diretamente da situação contábil e financeira da sociedade. Isso justifica a preocupação deste artigo em verificar, na prática o que pode ensejar a deterioração das atividades e situação patrimonial da sociedade, em caso de severa desavença societária.

Após análise empírica, verificou-se o baixíssimo índice de processos que foram concluídos com pagamento concreto para o sócio. Em apenas 5 casos se chegou a apurar valores efetivamente. Em diversos casos, dentre os 58 objetos do estudo, os autores desistem e não dão prosseguimento ao feito após reconhecida a dissolução social, possivelmente por não vislumbrarem uma possibilidade real de recebimento ou por entenderem que o tempo e valores a serem despendidos para tanto não se justificariam.

A dissolução parcial de sociedade é uma realidade, conforme demonstrado acima, mas o efetivo pagamento de valores aos sócios que saem da sociedade mediante ingresso de ação judicial é exceção.

A legislação prevê a liquidação e a partilha para fins de cálculo do quanto devido aos sócios em caso de dissolução total de sociedade e, na hipótese de dissolução parcial, a realização da apuração de haveres. Em ambos os casos, em regra, busca-se o patrimônio líquido da sociedade, apurado mediante o encontro entre as contas do ativo e passivo da sociedade. Porém, enquanto na liquidação o principal objetivo é a conclusão das obrigações da empresa, para então realizar a sua extinção, havendo pagamento aos sócios na hipótese de saldo positivo do patrimônio líquido, na apuração de haveres o principal objetivo é calcular o valor devido ao sócio que saiu do quadro societário

pode ser afetado na hipótese de responsabilização secundária, quando prevista em lei (art. 790, II, CPC), o que não é o caso em debate, ou em sede de Incidente de Desconsideração de Pessoa Jurídica, na hipótese de abuso de personalidade ou confusão patrimonial (art. 50, CC), o que sequer foi instaurado para se discutir eventual fraude.”

(ou aos seus sucessores, caso aplicável). Em qualquer um dos casos, é devido aos sócios parcela do saldo do patrimônio líquido equivalente ao percentual de participação desse na sociedade.

É possível a realização tanto da liquidação como da apuração de haveres de forma extrajudicial, quando os sócios estão de acordo com o quanto devido. Porém, a apuração desses valores é feita de forma judicial quando há discórdia entre os sócios quanto a esses cálculos.

Há 2 parâmetros essenciais na apuração de haveres: a data-base considerada para o cálculo do valor devido e o critério de avaliação da empresa, ou seja, o racional utilizado para chegar-se ao montante devido. Esses temas serão abordados separadamente, a seguir.

9.1 DATA-BASE PARA A APURAÇÃO DE HAVERES

A referida data-base será a data do óbito, no caso de falecimento de sócio, 60 dias após recebimento de notificação pela sociedade em caso de retirada imotivada, o dia do recebimento de notificação pela sociedade se tratar-se de recesso, a data do trânsito em julgado nas hipóteses de retirada por justa causa e a exclusão judicial de sócio ou a data de realização de assembleia ou reunião de sócios que tiver deliberado a exclusão extrajudicial de sócio. Exceto para o caso de retirada imotivada, que conta com prazo maior, o conceito, para todas as demais hipóteses, é que se conte a data a partir do ato que motivou a saída do sócio da sociedade.

A definição da data-base é mais desafiadora quando se trata de dissolução parcial de sociedade de fato, casos em que é necessário, primeiro, o reconhecimento da existência da sociedade para posterior definição da quebra da *affectio societatis* e, geralmente, nesses casos, não há notificação ou outro procedimento formal que auxilie na identificação desse momento, cabendo às partes um esforço dobrado para realizar a comprovação dos fatos que configurem a constituição e posterior quebra da *affectio societatis*.

Observa-se, porém, na jurisprudência, a aplicação de soluções variadas a essa regra geral, baseada no contexto particular de cada caso. A data comprovada de afastamento efetivo do sócio das atividades da sociedade, muitas vezes, é a considerada para fins do cálculo do quanto devido a dissolução, o que faz variar o montante final devido. Nesse sentido, pondera Gisela Guedes⁴²⁹:

Em princípio, se o sócio permaneceu atuante na sociedade até o final da ação de dissolução, a data do trânsito em julgado parece, de fato, a mais adequada para a apuração dos haveres, mas essa não é a hipótese mais comum. No mais das vezes, o sócio se afasta antes ou acaba sendo alijado dos negócios no curso da ação de dissolução. Se isso ocorrer, faz mais sentido considerar como marco temporal a data em que o sócio efetivamente se afastou da vida societária, o que nem sempre é fácil de ser determinado e provado (Guedes, 2024).

Merece também ser mencionado como o Judiciário tem entendido a falta de formalização dos atos para o reconhecimento da dissolução parcial. A legislação prevê certos ritos necessários à realização de atos societários, tais como a constituição da sociedade, integralização de capital, a comunicação da saída de um sócio, dentre outros aspectos. Por vezes, o cidadão comum e até advogados podem ficar inseguros quanto a possibilidade de pleitear perante o Judiciário direitos inerentes a uma condição de sócio cuja sociedade não cumpriu os ritos legais necessários. Não obstante tais formalizações sejam exigidas, o poder Judiciário prioriza a realidade dos fatos e vem reconhecendo a existência de sociedades de fato, o aporte de capital não integralizado formalmente e o afastamento do sócio da sociedade sem

⁴²⁹ GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. Na pauta do STJ: Dissolução parcial de companhia fechada por quebra de affectio societatis. **AGIRE**, n. 97, p. 667-675, jan. 2024. Disponível em: <https://agiredireitoprivado.substack.com/p/agire97>. Acesso em: 01 maio 2025.

uma formalização escrita, como verificado em ações objeto do estudo empírico. Não há como negar que a comprovação dessas situações se torna mais difícil se os atos não foram praticados conforme ritos legais, mas isso não tem impedido o reconhecimento desses casos pelo poder Judiciário, quando a matéria resta comprovada⁴³⁰.

9.2 CRITÉRIO DE APURAÇÃO

O critério de apuração de haveres será, em regra, o definido no contrato social da sociedade. Os sócios podem definir o critério contábil, de avaliação de mercado ou o de fluxo de caixa descontado, por exemplo. Em caso de silêncio do contrato social, utilizar-se-á o valor patrimonial apurado em balanço levantado para tanto⁴³¹. De toda sorte, o artigo 604, II, do Código de Processo Civil dá ao juiz a incumbência de definir o critério de apuração de haveres nas hipóteses em que a desavença é levada ao Judiciário.

Temos visto que o juiz não segue o disposto no contrato social quando entende que deve ser outra a melhor solução ao caso concreto. O Superior Tribunal de Justiça já se pronunciou nesse sentido, firmando entendimento de que o critério patrimonial pode não ser adotado de maneira isolada, mesmo quando assim o prever o contrato social⁴³².

Esse é um entendimento que deve ser analisado de forma cuidadosa, na medida em que restringe questões fundamentais. No direito privado, há a autonomia da vontade dos contratantes e a obrigação dos contratantes de respeitarem e cumprirem, integralmente, o que se acordou (*pacta sunt servanda*).

Porém, isso pode representar uma tentativa de proteger o sócio que sai da sociedade, haja vista que: a) é fato que o balanço patrimonial comumente não representa o valor real e atualizado da sociedade e b)

⁴³⁰Apelação Cível nº 1009835-94.2019.8.26.0562, Apelação nº 0001853-25.2011.8.26.0595, Apelação Cível no. 1079455-61.2018.8.26.0100, todos julgados pelo TJ SP.

⁴³¹ Art. 1.031, do Código Civil e art. 606 do Código de Processo Civil.

⁴³² REsp 1.335.619-SP, STJ, RE 89.464-SP, TJ.

o cidadão comum, que é o mais afetado em decisões judiciais dessa natureza, possivelmente, não conhece os meandros de uma avaliação corporativa quando decide empreender, vinculando-se a cláusulas contratuais muitas vezes desvantajosas. Isso pode ser entendido como uma visão realista e pragmática ou, por outro lado, demais protecionista. De qualquer modo, isso é o que se tem presenciado no Poder Judiciário. As discussões presentes nos mencionados julgados demonstra que a matéria é considerada complexa mesmo entre os magistrados, talvez por isso eles vejam com complacência a situação do cidadão comum à frente desse tipo de enfrentamento⁴³³.

Em todos os processos objeto do estudo empírico, adotou-se o critério contábil para apuração de valores devidos ao sócio que saía da sociedade e o maior desafio consistiu no levantamento das informações necessárias à aferição do patrimônio líquido da sociedade, tendo sido considerado insuficiente na quase totalidade dos processos. Conforme anteriormente mencionado, chegou-se à fase de efetiva determinação do quanto devido aos sócios que saíram da sociedade em apenas 5 dos 58 processos analisados, representando um índice de apenas 8,6% do total.

Isso pode revelar um enorme despreparo das sociedades envolvidas, que verdadeiramente podem não dispor dessas informações e documentos. Pode-se também indicar que o sócio que saiu da sociedade teve uma enorme dificuldade para obter documentos após a sua saída e o Poder Judiciário não foi suficientemente hábil para exigir a sua apresentação pela própria sociedade, possivelmente favorecendo aquele que permaneceu nela.

De todo modo, a discordância financeira esteve presente na totalidade dos processos objeto deste estudo, razão pela qual esse tópico é de suma importância para o tema da dissolução parcial de sociedade e reforça a importância de se negociar as hipóteses de saída

⁴³³ Resp 1.335.619-SP, STJ abre uma extensa discussão sobre a definição de apuração por balanço de determinação ou por fluxo de caixa, que demonstra a dificuldade do próprio Poder Judiciário em lidar com questões contábeis.

da sociedade de forma criteriosa, mesmo num momento de otimismo, como o do início de um empreendimento em parceria.

10. CONCLUSÃO

Feito o compilado das principais problemáticas presentes nas disputas judiciais objeto deste estudo, têm-se as seguintes conclusões.

A dissolução parcial de sociedade, conforme prevista no Código Civil em vigor, constitui-se instrumento amplamente utilizado para a saída de um sócio da sociedade. Pensado para as sociedades de responsabilidade limitada em razão da imprescindibilidade da existência da *affectio societatis* entre os sócios, constata-se que a mera declaração de vontade de se dissociar tem servido de base para justificar a dissolução parcial. Não obstante a importância pela busca de mecanismos que contribuam com a manutenção das empresas, nas sociedades cujos sócios adotaram o regime de responsabilidade limitada, o princípio da preservação da empresa deve estar harmonizado com os interesses dos sócios. Assim, a dissolução parcial da sociedade surgiu como solução na medida em que não obsta, mas contribui para a preservação das empresas, ao possibilitar a sobrevivência de uma sociedade quando há divergência entre os sócios, não sendo mandatório o encerramento de suas atividades.

As empresas envolvidas nessas demandas são majoritariamente de caráter pessoal, sendo, também, caracterizadas por serem de médio ou pequeno porte. O informalismo e o uso de contratos extremamente simples na sua constituição e funcionamento, que não abordam antecipadamente de forma satisfatória como se daria uma dissolução social, marcam a origem da dificuldade. Essas empresas, mesmo atingindo longo período de atividade, parecem não desenvolver qualquer governança corporativa, mantendo uma atividade empresarial dependente dos seus sócios, o que parece condená-las ao fim se os sócios não chegam a um acordo amigável para se separarem. Verifica-se, assim, uma incidência menor de quebra inversamente

proporcional à maior participação do sócio que sai da sociedade, ou seja, quando a saída é de um sócio minoritário, a possibilidade de quebra é menor, reforçando a suspeita de enorme dependência do trabalho dos sócios nessas empresas.

Os principais desafios enfrentados estão relacionados, em especial, ao fator tempo, bem como à qualidade e disponibilidade de informações da sociedade. Verificou-se a partir dos dados apresentados, indícios de que a não solução judicial de desavenças sociais em curto ou médio prazo podem contribuir para a decadência das atividades dessas empresas, o que sugere que talvez seja mais positivo, nesse momento, buscar amparo em modalidades que objetivem a composição das partes, ao invés de um longo período de litígio.

Aparentemente, os processos mais duradouros envolvem motivações diversas da vontade do sócio na sua dissolução, como é o caso do falecimento ou o divórcio do sócio. Nesses casos, que não foram motivados pela desavença entre os sócios, mas por fatores não controlados, verificou-se na maior parte dos casos um atraso demasiado do advogado em recorrer às câmaras especializadas para ver atendidos os pleitos de cunho societário, comprometendo os resultados da demanda.

A resolução mais eficaz de conflitos judiciais parece receber aportes de melhoria, como aconteceu com a implementação das câmaras empresariais no Estado de São Paulo e a reforma do Código de Processo Civil em 2015, porém não se pode dizer que a ferramenta da dissolução parcial de sociedade tem conseguido efetivo sucesso na esfera judicial, se considerarmos que a expectativa dos sócios não é apenas o reconhecimento da dissolução, mas o recebimento de haveres.

No tocante à documentação, fica muito claro que os sócios que não se prepararam com antecedência para a sua retirada mediante coleta e preparo de material comprobatório não viram vingar as suas expectativas financeiras.

Reconhece-se, por fim, elevado risco inerente ao empreendimento em sociedade. Não bastassem as dificuldades estruturais da economia nacional que assolam todo o país, e dos prazos excessivamente alongados para obtenção de tutela judicial, que tampouco constitui privilégio exclusivo da seara empresarial, a dissolução parcial apresenta um fator agravante específico que diz respeito à imprescindibilidade de documentação e informação qualificada para apurar haveres e viabilizar o efetivo recebimento de valores pelo sócio retirante, aspecto de natureza predominantemente prática, e não propriamente decorrente de falha legislativa. A oportunidade de avanço sob o ponto de vista jurídico, que merece estudo aprofundado, relaciona-se à possibilidade de maior rigor do Poder Judiciário na observância dos métodos de avaliação de ativos previamente definidos no contrato social, bem como à realização de testes com diferentes critérios de avaliação, a fim de entender seus efeitos com maior profundidade. Tal análise, contudo, não foi possível no presente estudo, pois, em todos os processos examinados, adotou-se exclusivamente o critério contábil de avaliação.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABJ - Associação Brasileira de Jurimetria. **Estudo sobre varas empresariais na Comarca de São Paulo.** 2016. Disponível em: <http://abj.org.br/pesquisas/varas-empresariais/> Acesso em: 01 maio 2025.

ASSIS, Araken de. **Dissolução Parcial e Total das Sociedades.** 10^a ed. rev. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2023.

AZEVEDO, Erasmo Valladão e ADAMEK, Novais França Marcelo Vieira von. **Affectio Societatis: Um conceito jurídico superado no moderno direito societário pelo conceito de fim social.** Revista de Direito Mercantil, São Paulo, v. 149-150, n. 149/150, p. 108-130, dez. 2008. Disponível em: https://adamek.com.br/wp-content/uploads/2020/10/doc-a03-frana_adamek-affectio-societatis-rdm.pdf. Acesso em: 01 maio 2025.

AZEVEDO, Erasmo Valladão e ADAMEK, Novais França Marcelo Vieira von. **Da ação de dissolução parcial de sociedade: comentários breves ao CPC/2015.** Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, v. 55, n. 163, p. 247-261, maio/ago. 2016.

BRASIL. **Código Civil.** Lei nº 10.406/2002. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/l10406.htm. Acesso em: 01 de maio de 2025.

BRASIL. **Código Civil revogado.** Lei nº 3.071/16. Disponível em: <https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/72118/ccivil1916.pdf>. Acesso em: 01 de maio de 2025.

BRASIL. **Código Comercial.** Lei nº 556 de 1850. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L0556.htm. Acesso em: 01 de maio de 2025.

BRASIL. **Código de Processo Civil.** Lei nº 13.105/15. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2015/lei/l13105.htm. Acesso em: 01 de maio de 2025.

BRASIL. **Código de Processo Civil revogado.** Lei nº 5.869/73. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L5869.htm. Acesso em: 01 de maio de 2025.

BRASIL. **Lei das Sociedades por Ações.** Lei nº 6404/76. Disponível em https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 01 de maio de 2025.

BRASIL. STJ – Superior Tribunal de Justiça. **Recurso Especial nº 171.354/SP.** Rel. Min. Waldemar Zveiter. Disponível em: www.stj.jus.br (Inteiro teor nº 199300046659). Acesso em: 01 de maio de 2025.

BRASIL. STJ. **Recurso Especial no. 1.335.619-SP.** Rel. Min. Ministra Nancy Andrighi. Disponível em: www.stj.jus.br. Acesso em: 01 de maio de 2025.

BRASIL. STJ. **Recurso Especial no. 1.494.347/SP.** Agravo Interno. Disponível em: www.stj.jus.br. Acesso em: 01 de maio de 2025.

BRASIL. STJ. **Recurso Especial (REsp) nº 111.294/PR.** Embargos de Divergência. Disponível em: www.stj.jus.br. Acesso em: 01 de maio de 2025.

BRASIL. STJ. **Recurso Especial no. 2.170.665/DF.** Disponível em: www.stj.jus.br. Acesso em: 01 de maio de 2025.

BRASIL. STJ. **Recurso Especial no. 917.531 (RS 2007/0007392-5).** Disponível em: www.stj.jus.br. Acesso em: 09 de agosto de 2025.

BRASIL. TJ – Tribunal de Justiça – RJ. **Apelação Cível no. 0492047-37.2011.8.19.0001.** Disponível em: www.tjrj.jus.br. Acesso em: 01 de maio de 2025.

BRASIL. TJ - SP. **Agravo de Instrumento no. 2033338-62.2022.8.26.0000.** Disponível em: www.tjrj.jus.br. Acesso em: 08 de agosto de 2025.

BRASIL. TJ - SP. **Apelação Cível no. 0001853-25.2011.8.26.0595.** Disponível em: www.tjsp.jus.br. Acesso em: 01 de maio de 2025.

BRASIL. TJ - SP. **Apelação Cível no. 1009835-94.2019.8.26.0562.** Disponível em: www.tjsp.jus.br. Acesso em: 01 de maio de 2025.

BRASIL. TJ - SP. **Apelação Cível no. 1079455-61.2018.8.26.0100.** Disponível em: www.tjsp.jus.br. Acesso em: 01 de maio de 2025.

BRASIL. TJ - Tribunal de Justiça. **Jurisprudência, classe:** apelação cível, assunto: apuração de haveres, data de julgamento: entre 01/01/24 a 15/12/24. Disponível em: www.tjsp.jus.br. Acesso em: 01 de maio de 2025.

CAMPINHO, Sérgio Murilo Santos, **A sociedade limitada na perspectiva de sua dissolução.** 3. ed. São Paulo: Saraiva Jur, 2024.

COELHO, Fabio Uhoa. **Novo Manual de Direito Comercial.** 30. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2018.

COELHO, Fabio Ulhoa; NUNES, Marcelo Guedes. **Carta de apoio ao novo CPC.** 2012. Disponível em: www.migalhas.com.br/Quentes/17,MI168124,-101048-Carta+de+apoio+ao+novo+CPC+sugere+procedimento+especial+para+tratar. Acesso em: 01 maio 2025.

DANTAS, San Tiago. **Programa de direito civil: aulas proferidas na Faculdade Nacional de Direito (1942-1945),** Rio de Janeiro: Editora Rio, 1977.

GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. Na pauta do STJ: Dissolução parcial de companhia fechada por quebra de affectio societatis. **AGIRE**, 2024.

Disponível em: <https://agiredireitoprivado.substack.com/p/agire97>.
Acesso em: 01 maio 2025.

GUEDES, Marcelo Nunes. **Jurimetria** – como a estatística pode reinventar o direito. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016.

LANA, Henrique Avelino, **O Código Civil de 2002 e Dissolução Parcial das Limitadas**. Revista de Direito, Belo Horizonte, p. 125-2014.

ROSADO, Maria do Céu Marques. **O status socii e a dissolução parcial na sociedade limitada.** 2016. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2016.

DISPERSÃO DE CAPITAL ACIONÁRIO: UMA ANÁLISE EMPÍRICA DO RETORNO AO ACIONISTA NA BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO

SHARE CAPITAL DISPERSION: AN EMPIRICAL ANALYSIS OF SHAREHOLDER RETURNS ON THE SÃO PAULO STOCK EXCHANGE

Felipe Vilhena de Sousa Guimarães (Universidade de São Paulo – USP)⁴³⁴

Resumo: O retrospecto do mercado de capitais nacional é fundamental para entender os desafios que ele encontra na atualidade, e as características de sua histórica concentração acionária. Essa concentração, por sua vez, gera dinâmicas de conflito entre acionistas controladores e minoritários. O presente estudo parte da hipótese de que a má performance de companhias de capital disperso não está vinculada a falhas no modelo de governança corporativa, mas sim a fatores macroeconômicos e dinâmicas setoriais específicas. Por meio da categorização da estrutura de capital proprietário das 100 maiores companhias da B3 e da análise dos retornos de ações em múltiplos recortes temporais, busca-se desassociar a estrutura de capital proprietário dos resultados de mercado. A proposta é contribuir para o debate sobre poder de controle, estrutura de capital e governança corporativa no Brasil, questionando diagnósticos simplistas sobre a eficácia de modelos de capital disperso.

Palavras-chaves: Dispersão de Capital; Governança Corporativa; Estrutura de Capital Proprietário; Poder de Controle; Mercado de Capitais; Bolsa de Valores; Retorno ao Acionista

⁴³⁴ Bacharel em Direito pela Faculdade de Direito da USP - Largo São Francisco. Iniciou sua carreira profissional em Direito Societário e M&A. Atualmente, trabalha com situações especiais na Makalu Partners, com enfoque em reestruturação e assessoria financeira. O presente artigo serviu como tese láurea para obtenção do título de Bacharel em Direito pelo Largo São Francisco, contando com a orientação do Professor Associado Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa, do Departamento de Direito Comercial da Universidade de São Paulo, e com os comentários de Michelle Baruhm Diegues, doutoranda em Direito pela mesma instituição.

Abstract: The history of the Brazilian capital markets is essential for understanding the challenges it currently faces, as well as the characteristics of its traditionally concentrated ownership structure. This concentration, in turn, gives rise to conflicts between majority and minority shareholders. This study is based on the hypothesis that the underperformance of widely held companies is not due to flaws in the corporate governance model, but rather to macroeconomic factors and specific industry dynamics. By categorizing the ownership structures of the 100 largest companies listed on B3 and analyzing stock returns across multiple timeframes, this paper aims to decouple ownership structure from market performance. The goal is to contribute to the debate on control power, ownership structure, and corporate governance in Brazil, challenging simplistic assessments of the effectiveness of dispersed ownership models.

Keywords: Capital Dispersion; Corporate Governance; Capital Structure; Corporate Control; Capital Markets; Stock Exchange; Shareholder Return.

Sumário: Introdução. **1.** O histórico do mercado de capitais, as estruturas de controle e o perfil das companhias brasileiras. A. Breve histórico do mercado de capitais no Brasil. B. Concentração de capital, poder de controle e governança corporativa. **2.** Retorno das companhias de capital disperso: descorrelacionando dispersão com má performance. A. Metodologia e resultados observados. B. Composição de fatores que impactam preços. C. O cenário de retornos dos últimos cinco anos. **3.** Setores e subsetores: análise de performance e dispersão de capital diante de dados socioeconômicos. A. Subsetor educacional. B. Subsetor do comércio varejista. **4.** Considerações finais.

INTRODUÇÃO

Nos últimos vinte e cinco anos, o crescimento do mercado de valores mobiliários do Brasil, sobretudo na primeira década dos anos 2000, não reflete o histórico de incipiente desse setor de investimentos em âmbito nacional. Até 1976, o mercado não possuía um agente regulatório e uma legislação das sociedades por ações. Antes de 1991, havia travas legais que limitavam (e desincentivavam) investidores institucionais estrangeiros a negociar valores mobiliários no país. Foi somente em 2001 que se iniciou um movimento de valorização de estruturas de governança corporativa, com a criação dos segmentos especiais de listagem. Essa conjuntura regulatória, econômica e social elucida o momento atual do mercado de valores mobiliários brasileiro, sua estrutura, perfil de investidores e composição acionária das empresas.

A Lei das Sociedades Anônimas, diante desse cenário, surge em 1976 para regular e permitir o desenvolvimento competitivo das sociedades por ações. O art. 116 da respectiva lei traz o conceito de “acionista controlador”, alinhado à conjuntura socioeconômica nacional, que historicamente tem sua bolsa de valores composta por empresas com um acionista controlador claro, sejam entes públicos (União, estados da federação) ou entes privados (multinacionais, indivíduos ou grupos familiares). Dentre as 100 maiores empresas da bolsa brasileira, o maior acionista possui, em média, 47% das ações com direito de voto.⁴³⁵ Em uma empresa listada com acionista controlador, a avaliação do investidor institucional acerca da governança corporativa e das decisões de diretoria é simples: ou aceitam-se os termos do controlador ou vende-se a posição no mercado.

Contudo, com o desenvolvimento do mercado de ações e a proliferação de investidores institucionais nacionais e internacionais, novas relações de governança corporativa foram se estabelecendo no

435 Ver Tabela 1.

Brasil e, com isso, novas dinâmicas entre acionistas controladores e minoritários.

Nos últimos anos, há diversos embates entre investidores institucionais minoritários e acionistas controladores, seja por acusações de abuso de poder de controle ou por acusações de lesão ao minoritário em determinadas transações de venda de participação ou Ofertas Públicas de Aquisição (“OPAs”) para deslistagem.⁴³⁶ Isso, por sua vez, alimenta um sentimento de que o modelo de governança corporativa de empresas de capital disperso não funciona para a realidade nacional, culminando na concepção de que companhias sem um acionista controlador performam pior que seus pares na Bolsa de Valores de São Paulo (“B3”) especificamente pela dispersão de seu capital.

Porém, é possível correlacionar a má performance das companhias com a sua estrutura de capital proprietário? Intuitivamente, seria prudente correlacionar performance com fatores econômicos externos, momentos de mercado e dinâmicas internas dos subsetores em que estão inseridas

Este trabalho, assim, parte da hipótese de que o modelo de governança corporativa de companhias de capital disperso não se correlaciona com a má performance de determinadas companhias na B3, especialmente quando comparadas a empresas com um acionista

436 Exemplos recentes de manifestações de descontentamento de minoritários estão relacionados à Oferta Pública de Aquisição para deslistagem no Brasil do Carrefour, e na fusão da BRF com a Marfrig. Para mais detalhes: <<https://braziljournal.com/minoritarios-da-brf-reclamam-de-relacao-de-troca-com-a-marfrig/>> e <<https://braziljournal.com/minoritarios-questionam-preco-e-timing-da-opa-no-carrefour-brasil/>>. Acesso em: 28 de julho de 2025.

A gestora Alphakey Capital Management, em carta aos investidores no primeiro trimestre de 2024, abordou o tema dos acionistas minoritários no Brasil de maneira mais vocal e trazendo alguns casos que consideravam icônicos, como a aquisição da Linx pela Stone, na qual a gestora movimentou parte da base acionária minoritária e enviaram uma carta à CVM questionando as práticas do conselho de administração na transação. Além disso, a gestora também traz uma visão de mercado em relação ao funcionamento de empresas de capital disperso, acreditando que a composição acionária e ausência de propriedade de controle é sinônimo de má performance. Disponível em: <<https://braziljournal.com/por-que-as-corporations-tem-falhado-no-brasil/>>. Acesso em: 28 de julho de 2025.

controlador do mesmo subsetor, não sendo possível estabelecer uma relação direta entre estrutura de capital proprietário e má performance da companhia em remunerar o capital do acionista.

A partir dessa hipótese, questiona-se: **(i)** Nos últimos dez anos, qual a participação percentual das companhias de capital disperso dentre aquelas que melhor e pior performaram?; **(ii)** o comportamento analisado se reproduz na mesma participação percentual e com as mesmas empresas compondo o quadro ao se analisar diferentes recortes temporais?; e **(iii)** ao comparar companhias do mesmo subsetor, expostas às mesmas dinâmicas internas do seu mercado, as companhias de capital disperso performam pior e/ou reagem de maneira diferente às volatilidades?

Em busca de atender a esses questionamentos, este artigo divide-se em três partes. A primeira, dividida em dois subitens, traz um panorama histórico do mercado de capitais no Brasil, sua evolução econômica e regulatória, e as dificuldades do mercado observadas hoje para, então, introduzir e expor as principais discussões acadêmicas em torno da concentração de capital, poder de controle e governança corporativa, traçando paralelos entre o cenário nacional e o cenário internacional.

A segunda parte é dividida em três subitens: o primeiro expõe a metodologia e os resultados da análise realizada em torno das 100 maiores companhias da B3; o segundo, uma visão sobre a composição de fatores que impactam os preços das ações, dialogando com a ideia de que momentos econômicos e dinâmicas internas podem causar a falsa percepção de que a estrutura de capital proprietário afeta a performance das companhias; e o terceiro, uma breve exposição do cenário de retornos nos últimos cinco anos, período mais negativo, sobretudo pela conjuntura socioeconômica, que reflete de maneira mais próxima o resultado na amostra de dez anos.

Através da análise, constatou-se que em diferentes recortes temporais há diferentes composições entre as companhias que pior e melhor performaram, além de uma diferente participação percentual de companhias de capital disperso nos dois polos, sugerindo uma

grande sensibilidade dos retornos à situação macroeconômica e eventos internos que afetaram determinados setores. Necessário, portanto, um olhar mais aprofundado para dinâmicas próprias de subsetores e o comportamento das companhias que os compõem, comparando aquelas de diferentes estruturas de capital.

A terceira parte, por conseguinte, aprofunda a análise em dois exemplos de subsetores da bolsa, educação e varejo, estabelecendo conexões entre a performance das companhias e dados socioeconômicos, a fim de observar se há uma diferença de comportamento entre companhias com acionista controlador e companhias de capital disperso.

Em síntese, o estudo demonstra que, conforme a hipótese levantada, não é possível correlacionar a performance das ações das companhias com a sua estrutura de capital proprietário, uma vez que as piores e melhores performances mudam consideravelmente ao variar os recortes temporais e, ao comparar companhias dos mesmos subsetores, fatores socioeconômicos impactam de maneira muito similar as companhias de diferentes estruturas acionárias.

1. O HISTÓRICO DO MERCADO DE CAPITAIS, AS ESTRUTURAS DE CONTROLE E O PERfil DAS COMPANHIAS BRASILEIRAS

Por diversos fatores socioeconômicos históricos, o Brasil é um país que possui, em sua maioria, companhias com estrutura de capital proprietário concentrado. Essa característica aquece debates acadêmicos e no mercado relacionados a imbróglis, por muitas vezes, já superados em outras economias com mercados de capitais maiores, mais desenvolvidos, e com tendências à dispersão de capital.⁴³⁷

437 Vale destacar que, nos Estados Unidos, pesquisas acadêmicas mais recentes entendem que há uma concentração de capital acionário relevante. Contudo, o percentual adotado para se definir um acionista “Blockholder” é de 5%, o que, apesar de possivelmente ser um valor de referência para o cenário estadunidense, não condiz com a dispersão de capital observada no mercado de capitais brasileiro. Para mais detalhes: HOLDERNESS, Clifford G., **Blockholders are More Common in the United States than You Might Think**. *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 22, ed. 4, 2010,

O cenário de governança corporativa brasileiro ainda lida com problemas e discussões relacionados aos tipos clássicos de controle, como lesão ao acionista minoritário, o abuso do poder de controle, os deveres fiduciários dos administradores e as dinâmicas de alinhamentos de interesses entre controlador, minoritário, administração e *stakeholders*.

Esse cenário está refletido no sentimento dos investidores institucionais que atuam no mercado brasileiro. Não é incomum de se observar notícias na mídia que tratam de críticas e preocupações de acionistas minoritários diante de operações de venda de controle ou fechamento de capital na bolsa, bem como críticas ao modelo de controle majoritário (o mais presente no Brasil), e como o modelo de controle (ou ausência de) de companhias de capital disperso não é funcional no cenário nacional.⁴³⁸

Este capítulo, portanto, busca tecer um breve panorama histórico do mercado de capitais no Brasil e trazer as principais discussões acadêmicas acerca de estrutura de capital proprietário, poder de controle, meios de controle e demais tendências da governança corporativa.

Para isso, ele está dividido em duas partes. A parte (a) aborda o histórico do mercado de valores mobiliários nacional, demonstrando como ainda é incipiente, seus gargalos de crescimento e algumas características socioeconômicas que ajudam a entender os resultados

pp. 75-85. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=1733802>>. Acesso em: 15 de julho de 2025.

Apesar da evidente diferença na medida de “*blockholder*” nos Estados Unidos para um acionista controlador no Brasil (caso fosse utilizada a métrica de 5% como possibilidade de exercício de controle, quase não restariam companhias de capital disperso brasileiras), BEBCHUK e HIRST demonstraram que, em 2019, os três maiores investidores institucionais do mundo (“*The Big Three*”) possuem mais de 20% das ações do S&P 500, com um crescimento relevante no exercício de voto até 2038, sugerindo que investidores institucionais e demais acionistas controladores voltaram a ter uma parcela relevante do mercado acionário estadunidense. Para mais detalhes: BEBCHUK, Lucian; HIRST, Scott. *The Specter of the Giant Three*. *Boston University Law Review*, vol. 99, 2019. Disponível em: <<https://www.bu.edu/bulawreview/files/2019/06/BEBCHUK-HIRST-1.pdf>>. Acesso em: 13 de novembro de 2025.

438 Ver nota de rodapé nº 2

da análise do Capítulo II e por que o controle acionário das companhias é concentrado nas empresas listadas na bolsa do país. A parte (b) busca levantar as principais discussões acadêmicas acerca de poder de controle no âmbito internacional e nacional, traçando um perfil da governança corporativa e estrutura de propriedade de capital no Brasil.

A. BREVE HISTÓRICO DO MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL

O mercado de valores mobiliários brasileiro apresentou pouca relevância na economia do país até meados dos anos 1960.⁴³⁹ Isso estava atrelado a fatores como: (i) elevados níveis de inflação; (ii) precária organização das bolsas de valores mobiliários; (iii) monopólio dos corretores públicos. (iv) falta de legislação adequada; e (v) ônus impostos pela Lei da Usura.⁴⁴⁰

Os investidores dessa época eram, em grande parte, especuladores, a participação de investidores institucionais era irrelevante e os níveis de liquidez dos ativos eram baixos. O processo de precificação dos ativos era nebuloso e baseava-se, principalmente, em rumores e dados imprecisos. Ainda, as companhias não eram obrigadas a divulgar demonstrações financeiras e fatos relevantes.

Somado à ausência de informação e elevada especulação, as inseguranças macroeconômica, tributária e regulatória também eram gargalos. No passado, os índices de inflação eram extremamente elevados, a tributação de proventos era alta e não havia qualquer órgão regulador e fiscalizador nem qualquer definição que distingua conceitos de companhia aberta e companhia fechada.⁴⁴¹

439 COSTA, Roberto T. **Mercado de Capitais: uma trajetória de 50 anos**. São Paulo: Imprensa oficial do Estado de São Paulo, 2006, p. 106.

440 MACARANI, José Pedro. **Um aspecto da política econômica do “Milagre Brasileiro”: A política de Mercado de Capitais e a bolha especulativa 1969-1971**. 2006. SciELO Brazil. Disponível em: <<https://www.scielo.br/j/ee/a/4pfWcvtFyPxkQhfvbDN8crw/?format=pdf&lang=pt>>. Acesso em: 15 de julho de 2025.

441 RODRIGUES, Ana Carolina. **A evolução do mercado de capitais brasileiro e o perfil do acionista minoritário no Brasil**. *Scientia Iuris*, Londrina, v.16, n.2, 2012, pp.

Em 1964 e 1965, iniciou-se um processo de aperfeiçoamento e organização do sistema financeiro e do mercado de capitais, por meio de uma sequência de reformas institucionais e legislativas.⁴⁴² A Lei de Mercado de Capitais (Lei n. 4.728/65) foi pioneira ao estabelecer incentivos tributários para o investimento em ações e para a abertura de capital das companhias.⁴⁴³ Outro exemplo foi o Decreto-Lei n. 157, que estabelecia a possibilidade de contribuintes investirem parte de seu imposto de renda em ações por meio de fundos de investimento. Os fundos, por sua vez, aplicavam os recursos em companhias que preenchiam os respectivos requisitos legais.

Contudo, há de se ressaltar que, apesar dessas estratégias conduzirem pequenos investidores ao mercado, não havia qualquer incentivo a uma participação consciente desses investidores. No próprio exemplo do Decreto-Lei n. 157, ainda há inúmeras companhias que possuem em sua base acionária pequenos investidores que sequer podem ser encontrados, e muito provavelmente nem se lembram, ou nunca souberam, de sua participação em determinada empresa. Assim como no caso do Decreto-Lei n. 157, hoje percebe-se que certas medidas da época acabavam mais por favorecer administradores de fundos e índices de mercado do que efetivamente fortalecer o mercado de valores mobiliários.⁴⁴⁴

Dessa forma, com a criação artificial de um crescimento de preços e volumes de negociação, houve o surgimento de uma bolha especulativa até que, em 1971, esgotadas novas fontes de recursos, iniciou-se um processo de queda de preços. Os especuladores profissionais rapidamente realizaram seu capital, de modo que os

107-128.

442 Leis n. 4.357/64; 4.380/64; 4.506/64; 4.595/64, e, principalmente, a edição da Lei n. 4.728/65 (Lei de Mercado de Capitais) que “disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento”, conforme preâmbulo.

443 MACARANI. *op.cit.*, 2006.

444 SOUSA, Lucy A. **O mercado de Capitais Brasileiro no período de 1987-97.** Tese de Doutorado em Economia - Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1998, p.34.

*free-riders*⁴⁴⁵, sem qualquer fundamento, conhecimento técnico, acesso à informação ou assessoria de qualidade, foram os mais prejudicados.

Após a crise de 1971, o desamparo regulatório foi reconhecido, culminando na criação da Lei das Sociedades por Ações e na criação da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”).⁴⁴⁶ A partir de então, houve um desenvolvimento a passos lentos, marcado pelo período de hiperinflação e alguns casos de ondas de especulação.⁴⁴⁷

Em 1991, iniciou-se um processo de globalização financeira, privatizações e crescimento de investidores institucionais na bolsa. Importante ressaltar os avanços regulatórios relacionados à liberação de investidores institucionais estrangeiros para investir diretamente em valores mobiliários negociados no mercado brasileiro.⁴⁴⁸ Para se mensurar o impacto positivo da regulação, em 1991, os investidores estrangeiros representavam pouco mais de 5%; em 1995, somavam quase 30%.

Posteriormente, em 2001, foram criados os segmentos de listagem da BM&FBovespa: Nível 1, Nível 2 e o Novo Mercado. Cada segmento exige práticas de governança e emissão de ações distintas, sendo que os níveis de transparência e governança são maiores para o Novo Mercado. Esse movimento, por sua vez, foi uma clara valorização das boas práticas de governança corporativa e da proteção dos investidores, o que poderia levar a uma tendência de dispersão de

445 SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. *A Survey of Corporate Governance*. *The Journal of Finance*, 1997, v. 52, n. 2, pp. 737-783.

446 Leis n. 6.404/76 e 6.385/76, respectivamente.

447 De 1942 a 1994, o Brasil trocou de moeda 7 vezes, tendo batido recordes de inflação acumulada nos períodos de 1970 a 1986 (206.288%) e de 1990 a 1993 (118.590%), num cenário de alta instabilidade econômica, que culminou no surgimento do Plano Real (1993-1994), estabelecendo o tripé macroeconômico no Brasil e a estabilização da moeda nacional. Para mais detalhes, ver: MALAN, Pedro; BACHA, Edmar. **30 anos do Real: crônicas no calor do momento**. Organização de Gustavo H. B. Franco. 1. ed. Rio de Janeiro: História Real, 2024.

Nos casos de especulação, pode-se citar o “caso Nahas”, restando claro que um único investidor poderia ser capaz de comprometer toda a estrutura do mercado de capitais brasileiro à época.

448 Criação do Anexo IV à Resolução 1.287/87, incluído pela Resolução do CMN 1.832/91.

capital na bolsa brasileira. Porém, conforme se demonstrará adiante, a dispersão ainda está aquém do potencial.

De 2003 a 2010, observa-se que, ainda que o mercado de capitais brasileiro tenha se expandido consideravelmente, esse processo pode ser atribuído mais a fatores conjunturais que estruturais.⁴⁴⁹ A dependência da B3 de *commodities* é uma evidência desse cenário, conforme demonstra o Gráfico 1. De 2010 a 2016, o índice não teve grandes movimentações, com uma diminuição de empresas listadas,

De 2017 a 2021, apesar de situações de alta volatilidade no caminho, houve um ciclo de valorização de ações e de crescimento de empresas listadas. O País estava no meio de um processo de recuperação da crise político-econômica iniciada em 2014, com alta volatilidade no mercado e um clima de incerteza política. Contudo, a saída de um ciclo de alta na taxa de juros e a sinalização política de uma gradual estabilização contribuíram para uma janela de valorização de empresas na bolsa e de Ofertas Públicas Iniciais (originalmente “*Initial Public Offers*”, ou “*IPOs*”), conforme Gráficos 2 e 3.

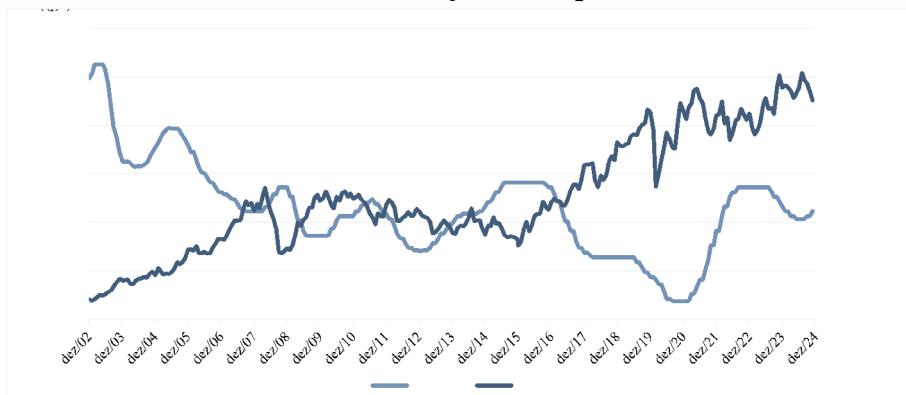
⁴⁴⁹ WOLF, Paulo José W.; OLIVEIRA, Giuliano C.; e PALLUDETO, Alex W. A. **O Mercado de Ações no Brasil (2004-2015): evolução recente e medidas para o seu desenvolvimento.** Revista Pesquisa e Debate, v.30, n.2, 2018, pp.145 – 180.

Gráfico 1. Correlação do Ibovespa com Índices de Commodities



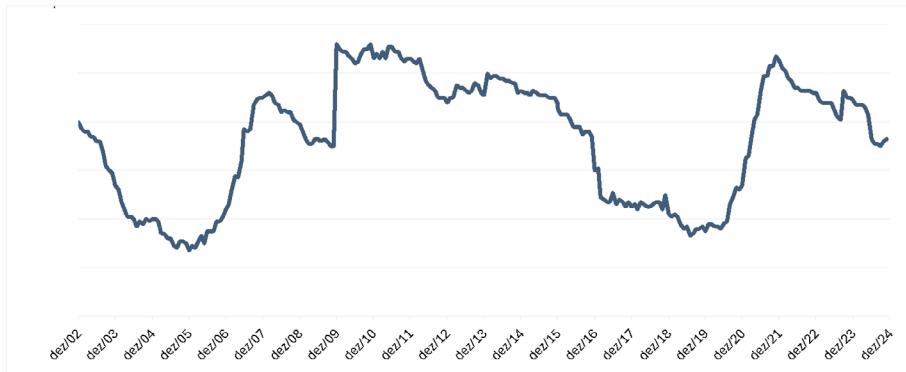
Fonte: BACEN e FMI. Elaboração Própria.

Gráfico 2. Correlação Ibovespa x Selic



Fonte: B3 e BACEN. Elaboração Própria

Gráfico 3. Número de Empresas Listadas na B3⁴⁵⁰



Fonte: B3. Elaboração Própria

Apesar do crescimento modesto do mercado de capitais brasileiro dos últimos vinte anos e a forte entrada de investidores institucionais e de capital estrangeiro na B3, os últimos quatro anos marcam certa retração e diminuição de liquidez no mercado.

A última onda de IPOs da bolsa brasileira foi em 2021, com a taxa básica de juros (“Taxa Selic” ou somente “Selic”) iniciando o ano no patamar mais baixo da história, a 2% a.a. Desde então, observou-se um movimento de regressão de companhias listadas. Em janeiro de 2022, a bolsa contava com 455 empresas listadas; no início de 2025 já eram 415.⁴⁵¹

Esse movimento se deve a fatores macroeconômicos e burocráticos. O cenário econômico brasileiro nos últimos três anos contou com forte aceleração da inflação, encerrando o ano de 2021 na casa dos 10%, seguindo uma média de 6% e 5% nos anos subsequentes,

450 Considera empresas no mercado tradicional, nos níveis de governança (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado), BOVESPA Mais e BOVESPA Mais Nível 2.

451 Nesse sentido, vale destacar, em 2025, a aprovação em assembleia da incorporação do Carrefour Brasil (Grupo Atacadão) pela holding estrangeira, e a proposta de OPA para fechar o capital da Serena Energia. Um levantamento realizado pelos Valor Econômico demonstra que, nos últimos dez anos, a bolsa brasileira foi palco de 94 aberturas de capital, sendo que as deslistagem somam, atualmente, 95 exemplos, sem contar as fusões entre empresas listadas. Ver: <<https://valor.globo.com/financas/noticia/2025/02/26/operacoes-de-fechamento-de-capital-na-b3-superam-ipos-na-ultima-decada.ghhtml>> Acesso em: 16 de maio de 2025.

em alguns casos estando acima do teto da meta perseguida pelo Banco Central. Este, por sua vez, na tentativa de garantir o cumprimento das metas inflacionárias, elevou a Taxa Selic até se atingir o patamar de 13,65% em 2022, com certa manutenção da taxa em 2023 e 2024, observando-se uma leve tendência de corte, renovando seu ciclo de alta até 15% em 2025.⁴⁵² Ocorre que, com a manutenção da taxa básica de juros em patamares mais altos, títulos de renda fixa se tornam mais atrativos, e investidores precisam de um maior prêmio de risco para serem acionistas de companhias na bolsa. Além disso, o custo de capital das companhias na tentativa de financiamento também se torna mais alto, o que limita sua capacidade de tomar empréstimos e, consequentemente, posterga seus planos de investimentos.

Paralelamente, o custo administrativo para manter uma companhia listada na bolsa é elevado.⁴⁵³⁻⁴⁵⁴ Diretoria de Relações com Investidores, materiais de marketing, auditores independentes são alguns exemplos da estrutura administrativa que precisa ser montada e desenvolvida dentro de companhias listadas, além de custos

452 Fonte: Banco Central do Brasil. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>>. Acesso em: 15 de julho de 2025.

453 Um estudo de 2019 da PwC Brasil mostrou que 66% das 27 companhias entrevistadas afirmaram ter um custo de operação de até US\$ 400 mil anuais, *versus* 67% das companhias americanas entrevistadas em 2017 que afirmaram ter um gasto anual entre US\$1 milhão e US\$ 1,9 milhão. Disponível em: <https://www.pwc.com.br/pt/estudos/servicos/mercado-capitais/2022/PwCBrasil_Guia_IPO_MOBILE_VF.pdf>. Acesso em: 25 de julho de 2025

454 Um estudo da Deloitte em 2020, que contou com a participação de 51 empresas listadas na B3, estima que 4,9% do valor distribuído no IPO é a média de custos para abertura de capital (dados de 2004 a 2020). Além disso, os custos recorrentes de uma companhia aparecem, em relação à maioria das empresas analisadas, entre R\$1,1 milhões e R\$2,4 milhões. Entende-se que, somado a isso, deve-se incluir custos com diretoria e pessoal de RI, demais custos de governança, e assessores. A pesquisa, ainda, indicou que os maiores custos de operação estão relacionados à auditoria e revisões das demonstrações financeiras (67% das respostas) e às taxas e custos para manutenção de registro (51% das respostas), sendo a complexidade regulamentar o maior desafio que a empresa enfrenta como companhia aberta (66% das respostas), juntamente com a manutenção de uma estrutura de governança corporativa (60% das respostas). Disponível em: <https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/custo-para-mantener-capital-aberto-na-b3.htm>. Acesso em: 25 de julho de 2025.

adicionais com jurídico e *compliance* para se adequar às normas dos órgãos regulatórios (B3 e CVM).

Esse tema pode, inclusive, ser aprofundado através dos custos de agência, estudados inicialmente por Jensen e Meckling.⁴⁵⁵ Há despesas administrativas relevantes tomadas por companhias na fiscalização das atividades dos administradores, sobretudo quando a atuação desses administradores não é alinhada com o acionista controlador; ou até mesmo pela relação entre acionista controlador e acionistas minoritários: quando um representado não tem a capacidade efetiva de monitorar ou vincular a ação do agente, o custo resultante é a perda residual (*residual loss*)⁴⁵⁶. Portanto, a necessidade de fiscalização da atividade dos administradores e/ou controladores é uma linha de despesas para a companhia que, por si só, impactam os resultados líquidos gerados ao acionista. Esse cenário é intensificado no caso de companhias listadas, já que a dinâmica de alinhamento de interesses é mais complexa, devido ao maior grau de separação entre propriedade e controle.

Assim, o cenário atual do mercado de capitais brasileiro é desafiador: investidores minoritários têm desconfiança e atritos com majoritários,⁴⁵⁷ diversas companhias estudam fechar seu capital⁴⁵⁸ e investidores buscam outras opções de investimento ao invés de tomarem o risco de capital.

455 JENSEN, Michael C.; e MECKLING, William H. *The Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure*. *Journal of Financial Economics*, v.3, 1976.

456 “In most agency relationships the principal and the agent will incur positive monitoring and bonding costs (non-pecuniary as well as pecuniary), and in addition there will be some divergence between the agent’s decisions and those decisions which would maximize the welfare of the principal. The dollar equivalent of the reduction in welfare experienced by the principal due to this divergence is also a cost of the agency relationship, and we refer to this latter cost as the ‘residual loss’.” JENSEN e MECKLING, *op. cit.*, 1976, p. 309.

457 Ver nota de rodapé nº 2.

458 Desde dezembro de 2024, alguns exemplos principais são as Ofertas Públicas de Aquisição (“OPAs”) para Kora Saúde (concretizada), Carrefour Brasil (concretizada), Zamp (protocolada), Serena Energia (esperada), Banco PAN (esperada) e Neoenergia (esperada).

Em termos de estrutura de capital proprietário, o histórico socioeconômico do mercado de valores mobiliários brasileiro demonstra as tendências dos estudos acadêmicos de governança corporativa: um mercado que possui em sua maioria empresas de capital concentrado, com o exercício de poder de controle majoritário e conflitos com acionistas minoritários.

B. CONCENTRAÇÃO DE CAPITAL, PODER DE CONTROLE E GOVERNANÇA CORPORATIVA

Um dos principais tópicos de análise e discussão acadêmica (e também um relevante ponto de atenção para alocação de capital pelos investidores institucionais) é a governança corporativa nas empresas listadas, bem como suas características, formas de exercício de controle e comparação com o cenário internacional de boas práticas.

Gouvêa define o estudo da governança corporativa como “a análise do exercício de poder de controle de pessoas jurídicas ou estruturas jurídicas em que exista a necessidade de que o patrimônio de terceiros seja administrado com um propósito definido”.⁴⁵⁹ Esse conceito conversa inclusive com a tradição societarista brasileira iniciada por Comparato e Salomão Filho⁴⁶⁰, com ênfase na necessidade de análise do poder de controle e da estrutura de capital proprietário das sociedades anônimas, ideias que passam ser expostas.

Hart disserta sobre como a estrutura de capital se relaciona com o poder de controle:⁴⁶¹ a decisão entre se financiar através de uma linha de crédito (*bonds*) ou emitir ações em proporções iguais ou diferentes de direito de voto (*voting and non-voting shares*);⁴⁶² as complexidades

⁴⁵⁹ GOUVÊA, Carlos Portugal. **A Estrutura da Governança Corporativa**. São Paulo: Quartier Latin, 2022.

⁴⁶⁰ COMPARATO, Fábio Konder; e SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle nas Sociedades Anônimas**. Rio de Janeiro: Ed. Forense. 2005.

⁴⁶¹ HART, Oliver D. **Capital Structure as a Control Mechanism in Corporations**. *The Canadian Journal of Economics*, v. 21, No. 3 (1988), pp. 467-476.

⁴⁶² Considera dois casos na tentativa de aquisição do controle do grupo *I* pelo grupo *R* (mais eficiente): um que adota uma emissão de *one-share one vote rule*; e outro que

de se prever em um contrato social os cenários possíveis em que uma companhia operará no futuro;⁴⁶³ e até como alinhar os interesses com os seus administradores e os custos de agência nisso envolvidos.

A governança corporativa é, portanto, o estudo do exercício do poder de controle do acionista controlador, no caso de companhias com controlador definido; ou dos administradores, no caso de companhias com capital disperso. Nestas, a estrutura de propriedade de capital com ações de direito de voto pulverizadas no mercado dá aos administradores o efetivo poder de controle da companhia,⁴⁶⁴ gerando relações entre acionistas, conselho de administração e diretoria que traz seus próprios desafios, dentre eles, a fiscalização do trabalho dos administradores e o alinhamento de seus interesses com os acionistas.

Hart discute maneiras e incentivos econômicos de se promover esse alinhamento, indicando que os acionistas precisam criar mecanismos para limitar o que chama de *managerial excess*,⁴⁶⁵ para que não fiquem totalmente à mercê da eficiência ou ineficiência de gestão. Do lado de alinhamento, há a possibilidade de criação de incentivos de performance, como bonificação em participação acionária; do lado dos limites, pode-se observar a própria estrutura de governança da companhia: o conselho de administração.

O autor ressalta que o conselho deve fiscalizar a atuação dos administradores, de forma que a administração seria um agente do conselho, enquanto o próprio conselho não possui, necessariamente, a atribuição de agentes dos acionistas. Em companhias com

adota metade das ações com direito de voto e metade sem direito de foto. O exercício demonstra que *R* tem menos incentivos para adquirir o controle de *I* em uma estrutura em que parte das ações não possui direito de voto, demandando de uma eficiência e potencial de geração de valor maior no segundo cenário. GROSSMAN, S.; e HART, Oliver D. ***One-share / one-vote and the market for corporate control.*** *Journal of Financial Economics.* 1988.

463 “It is very hard for the charter-writer to anticipate the future environment in which the firm will operate (how many charter-writers fifty years ago anticipated the widespread use of green-mail, poison pills, etc.?). So we must ask whether there are other mechanisms that protect shareholders from managerial excess”. HART, Oliver D. *op. cit.*, pp. 467-476.

464 HART. *op. cit.*, 1988; e GOUVÉA. *op. cit.*, 2022.

465 HART. *op. cit.*, 1988.

controlador definido, há a previsão de indicação de conselheiros que representarão os interesses dos acionistas. No caso de blocos de acionistas diferentes que exercem o controle vinculados a acordos de acionistas, estes documentos podem inclusive prever a indicação de um número específico de conselheiros por cada bloco. Porém, além deles, no caso de empresas listadas em níveis de governança mais sofisticados da B3, há a obrigatoriedade de um número mínimo de conselheiros independentes, garantindo certa proteção dos interesses dos acionistas difusos e dos *stakeholders* da companhia de maneira geral.

Dyck e Zingales⁴⁶⁶ buscaram demonstrar empiricamente que países que possuem mais benefícios privados de controle têm mercados de capitais menos desenvolvidos, capital acionário mais concentrado, e as privatizações são menos prováveis de acontecerem por meio de OPAs. Através de uma ampla pesquisa em 39 países e uma amostra de 412 transações de controle, os autores concluíram que o controle corporativo vale, em média, 14% do *equity value*⁴⁶⁷ de uma companhia. Dentre a amostra dos 39 países analisados, o Brasil foi aquele com o maior prêmio de controle nas transações (65%). No Brasil, foram analisadas 11 transações de controle entre 1990 e 2000.

Vale destacar que a Lei nº 10.303/2001 reinseriu a obrigatoriedade do *tag-along* na Lei das Sociedades por Ações no caso de alienação de controle,⁴⁶⁸ garantindo uma proposta de no mínimo 80% do preço

466 DYCK, Alexander; ZINGALES, Luigi. *Private Benefits of Control: An International Comparison*. *The Journal of Finance*, Hoboken, v. 59, n. 2, pp. 537-600, 2004.

467 *Equity Value* é entendido como o valor de mercado do capital próprio (ações) de uma companhia, podendo ser calculado multiplicando o preço e a quantidade de ações. Para mais detalhes, ver: DAMODARAN, Aswath. *Estimating Equity Value per Share. In Investment Valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset* (3^a ed., 2022, Capítulo 16). John Wiley & Sons, Inc.

468 Lei das Sociedades por Ações, Lei n. 6.404/86, artigo 254-A, *in verbis*: “Art. 254-A. A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle.”

oferecido ao acionista controlador. Na análise de GOUVÉA, mesmo com essa diferença de 20% em relação ao prêmio de controle, o Brasil continua tendo uma das piores colocações em termos de exploração de benefícios privativos do controle. Ademais, a situação em questão pode ser um indício de que o tipo de controle prevalente no Brasil não seria nem o majoritário, na definição de Berle e Means, mas sim o quase totalitário.⁴⁶⁹ De qualquer forma, a mera inclusão na legislação de uma cota de benefícios privativos do controle por si só reforça a tese de que a dispersão de capital não é a realidade no Brasil, mas sim um modelo de controle acionário como regra, alinhando propriedade acionária com controle e poder econômico do acionista majoritário.

Atualmente, Gouvêa sugere que as demandas atuais da ética corporativa e a crescente importância da governança socioambiental não são capazes de se articular com os conflitos sobre os quais os tipos clássicos de controle buscavam analisar. O autor cita novas dinâmicas, como a utilização de ações coletivas (*class actions*) no controle difuso para regulação dos mercados acionários. Em países centrais do capitalismo, como Estados Unidos e Europa, há a utilização desse instituto jurídico para propor ações de indenização contra danos ao acionista minoritário.⁴⁷⁰

Em relação ao estudo acadêmico em países centrais do capitalismo, Bebchuk e Tallarita⁴⁷¹ discutem os impactos de um outro modelo de governança corporativa exercida por executivos, o “*stakeholderism*”, que os encoraja a servir os interesses dos *stakeholders* e não somente os dos acionistas. Após uma análise conceitual, econômica e empírica, a visão dos autores é que esse modelo é inadequado e contraproducente para atingir os objetivos de tutelas os interesses daqueles que não são acionistas, mas são diretamente afetados pelos atos e destino da companhia como pessoa jurídica. Os

469 GOUVÉA. *op. cit.*, 2022, p. 585.

470 GOUVÉA. *op. cit.*, 2022, pp. 604-611.

471 BEBCHUK, Lucian; TALLARITA, Roberto. *The Illusory Promise of Stakeholder Governance*. *Cornell Law Review*, vol. 106, 2020, pp. 91-178. Disponível em: < <https://ssrn.com/abstract=3544978> >. Acesso em: 13 de novembro de 2025.

autores demonstram que a simples inclinação a adotar uma gestão de defesa dos interesses dos *stakeholders* em uma agenda corporativa ESG, e não como um reflexo de planejamento normativo-regulatório de melhorar o tratamento a *stakeholders*.

Nesse ínterim de tutela de interesses difusos, Coffee Jr.⁴⁷² traz uma abordagem mais voltada aos interesses de diferentes tipos de investidores: institucional e de varejo. O autor demonstra como o perfil do investidor na bolsa dos Estados Unidos está em uma tendência de concentração (em relação ao histórico de uma dispersão muito maior do que o observado no Brasil) e consolidação em torno de investidores institucionais. Esse cenário, por sua vez, gera conflitos e potencial lesão ao *retail investor* (“investidor de varejo”), uma vez que o investidor institucional possui uma agenda de “*portfolio investing*” e “*portfolio-wide decisionmaking*”, aceitando perdas em determinados investimentos em prol da sua tese global diversificada, apoiando, inclusive, agendas ESG que não necessariamente são em prol dos melhores interesses dos acionistas, como o “*stakeholderism*”, traçando um paralelo com o trabalho de Bebchuk e Tallarita.

Em relação a estruturas de capital proprietário e poder de controle no Brasil e no mundo, apesar de restar claro que a dispersão de capital representa um modelo de estrutura de companhias sem um controlador definido, o percentual de corte para se definir um acionista controlador ou a ausência dele é objeto de discussão.⁴⁷³

Nesse sentido, o art. 116, inciso ‘a’, da Lei das Sociedades por Ações (“LSA”), a despeito de trazer a previsão e definição de acionista

⁴⁷² COFFEE JR., John C. *The Future of Disclosure: ESG, Common Ownership, and Systematic Risk*. *Columbia Business Law Review*, vol. 602, 2021. Disponível em: <https://scholarship.law.columbia.edu/faculty_scholarship/2680>. Acesso em: 13 de novembro de 2025.

Como um exemplo do ativismo institucional em ação o autor cita que os mesmos seis acionistas controlam 24% da ExxonMobil e 26% da Chevron, tendo pressionado ambas as companhias sobre temas de emissão de gás carbônico e aquecimento global.

⁴⁷³ Para mais detalhes sobre divergências quanto à definição do percentual adequado para se definir controle, ver LEECH, Dennis. *Shareholder Voting Power and Ownership Control of Companies. Power, Voting, and Voting Power: 30 Years After*, [S.L.], 2013.

controlador,⁴⁷⁴ não reflete a atual conjuntura da governança corporativa no Brasil e as nuances das relações de controle estabelecidas nas Sociedades Por Ações da B3, uma vez que há certa dispersão de capital nas companhias brasileiras, mesmo que incipiente. Salomão Filho esclarece que o art. 116 da LSA trata, em seu inciso 'a', o que Berle e Means⁴⁷⁵ qualificam como controle majoritário, e o inciso 'b' regulou o que Comparato chama de controle minoritário por absenteísmo. Contudo, conforme demonstrado a seguir, a noção de que o controle de uma companhia é associado à participação majoritária não é adequada para a realidade do mercado de capitais, uma vez que há outras formas de exercício de poder de controle com menos de 50% do capital votante, tendendo pela separação entre propriedade e controle.

Berle e Means⁴⁷⁶ separaram a propriedade acionária do controle societário e exploraram inicialmente conceitos de controle minoritário e controle administrativo ou gerencial; Comparato⁴⁷⁷ adota uma visão de controle como o poder de fato, poder este que transcende as prerrogativas legais da própria assembleia geral, aproximando-se da noção de soberania. Ainda, além de trazer a literatura para o cenário brasileiro, o autor explora outras formas de controle atreladas à realidade local, como a forma de controle minoritária pelo absenteísmo dos acionistas na assembleia geral. Gouvêa,⁴⁷⁸ por sua vez, reúne a literatura clássica sobre o tema, tecendo uma evolução histórica da noção de controle ao longo do século XX e como está o

474 Lei das Sociedades por Ações, Lei n. 6.404/86, artigo 116, *in verbis*: “Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que: a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.”.

475 BERLE, Adolf; MEANS, Gardiner. *The Modern Corporation and Private Property*. New York: The Macmillan Company, 1933.

476 BERLE e MEANS, *op. cit.* 1933.

477 COMPARATO e SALOMÃO FILHO. *op. cit.* 2005.

478 GOUVÉA. *op. cit.*, 2022, capítulo 12.

cenário dos novos tipos de controle societário, sobretudo no que tange ao controle difuso e a nova governança corporativa.

Gouvêa tece diversas considerações acerca da identificação de seis tipos diferentes de controle: o controle totalitário, que regula o conflito entre proprietários e terceiros; o controle majoritário, que regula o conflito entre majoritários e minoritários; o controle minoritário, quando um indivíduo ou um pequeno grupo, é proprietário de uma porcentagem suficiente de ações a ponto de conseguir controlar uma companhia com base nessa propriedade de ações; o controle administrativo ou gerencial, referindo-se ao conflito entre acionistas e administradores; o controle externo, que reflete a formalização das relações jurídicas entre o credor e a companhia; e o controle autônomo, que o autor define como aquele identificado em companhias que tenham adotado o uso de ferramentas de inteligência artificial autônomas de forma preponderante. Para os fins deste estudo, maior enfoque se dará às modalidades de controle majoritário, minoritário e administrativo ou gerencial.

Em mercados mais desenvolvidos como nos Estados Unidos,⁴⁷⁹ é comum se observar companhias governadas pelo chamado controle gerencial ou administrativo, cenário no qual a propriedade acionária é tão amplamente distribuída que nenhum indivíduo ou pequeno grupo pode ser proprietário de um número de ações suficiente para controlar a companhia.⁴⁸⁰⁻⁴⁸¹ Este cenário, contudo, ainda está aquém da realidade e do desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

479 BERLE e MEANS fizeram um levantamento à época de seu artigo que constatava que 65% das duzentas maiores empresas norte-americanas seriam controladas pelos diretores (controle gerencial) ou por um instrumento legal envolvendo reduzida participação acionária. ROBERT LARNER, em *Management Control and the large Corporation*, posteriormente, realizou uma análise empírica do S&P500, em que 74% das companhias são controladas pelos administradores. Nesses estudos, considerou-se uma participação de no máximo 10% do maior acionista individual para se configurar o controle.

480 BERLE e MEANS. *op. cit.* 2009, p. 78.

481 “O último tipo de controle, na classificação de BERLE e MEANS, é o administrativo ou gerencial (*management control*), isto é, aquele não fundado na participação acionária, mas unicamente nas prerrogativas diretoriais. É o controle interno totalmente desligado da titularidade das ações em que se divide o capital social. Dada

La Porta *et al.* (1998), ao questionarem a assertiva de Berle e Means sobre o predomínio de capital social altamente pulverizado na bolsa norte-americana, demonstraram que há uma forte presença de concentração de capital em outros países na Europa e na América Latina, tendo concluído, inclusive, que há uma baixa representatividade e, em alguns casos, a própria ausência de companhias sem um acionista controlador definido. Nessa pesquisa, os autores presumiram que o controle seria exercido por acionistas que tivessem participações que somassem 20% ou, alternativamente, 10% do capital social da companhia objeto de análise.⁴⁸²

Por outro lado, o Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (“IBGC”), define, em seu artigo 1.7.2, aquisição de controle como a compra de participação do capital votante igual ou superior a 30%.⁴⁸³ Da mesma forma, o *Takeover Code*, conjunto normativo das companhias listadas na Bolsa de Valores de Londres (“LSE”), define como controle a propriedade de ações que representem, de maneira agregada, 30% ou mais dos direitos de voto de uma companhia.⁴⁸⁴

Portanto, para se definir o percentual acionário necessário para se categorizar uma companhia com controlador definido, utilizou-se como parâmetro a presença de algum acionista com 20% ou mais do capital votante, ou um grupo de acionistas relacionados que atue

a extrema dispersão acionária, os administradores assumem o controle empresarial *de facto*, transformando-se num órgão social que se autoperpetua por cooptação.” COMPARATO e SALOMÃO FILHO, *op. cit.*, 2005, p. 64.

482 LA PORTA, Rafael *et al.* *Corporate Ownership Around the World. The Journal of Finance*, Hoboken, v. 54, n. 2, pp. 471-517, 1999.

483 IBGC. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa.** 5^a ed. São Paulo: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, 2015.

484 “Control means an interest, or interests, in shares carrying in aggregate 30% or more of the voting rights (as defined below), of a company, irrespective of whether such interests give de facto control.” **The Takeover Code.** Londres, ed. 14, 2025.

de maneira conjunta, adequando-se às pesquisas empíricas sobre o tema.^{485_486_487}

Conforme a história do mercado de capitais no Brasil mostra, a concentração de capital sempre foi um traço presente na realidade brasileira, especialmente em torno de grupos familiares.^{488_489} Desde o século XIX, havia distinção entre acionistas titulares do poder de comando e investidores de capital de risco.⁴⁹⁰ Essa postura pode ser observada até hoje, como no absenteísmo de acionistas em assembleia geral.⁴⁹¹ Assim, o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro precisa passar por um desafio de superação de mentalidade: acionistas precisam deixar de se posicionar como meros investidores

485 LA PORTA, *op. cit.*, 1999.

486 DIEGUES, Michelle B. **Difusão de Controle: A ampliação da dispersão acionária na Bolsa de Valores de São Paulo.** Tese de Láurea (Bacharelado em Direito) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2022.

487 Apesar da definição de controle como a detenção de 20% do capital votante ter se tornado comum em estudos empíricos sobre o poder de direção das companhias, há dissidências quanto ao percentual de ações necessário para esse fim, conforme notas de rodapé nº 39 e 40.

Além disso, reconhece-se a existência da definição de “pessoa vinculada”, no art. 2º, XV da Resolução CVM 215 como a pessoa que atue em conjunto ou representando o mesmo interesse de outro acionista. Nota-se que há diversas reclamações na CVM para discussão da atuação de pessoa vinculada sem a própria divulgação no FRE da companhia, que são reconhecidas, ou não, como atuação vinculada. Dessa forma, uma possibilidade de aprofundamento do estudo seria analisar quantitativamente as reclamações e seus resultados, para se ter uma maior clareza da efetividade da divulgação de pessoas vinculadas nos FREs das companhias abertas.

488 EIZIRIK, Nelson. **O mito do “controle gerencial” – Alguns dados empíricos.** *Revista de Direito Mercantil*, n. 66, Revista dos Tribunais, 1987.

O estudo mostra que o Brasil em 1985 não possuía nenhum exemplo de companhia de controle gerencial (maior acionista individual com até 10% do capital votante), defendendo que o conceito de controle minoritário de BERLE e MEANS não era aplicável para a realidade brasileira.

489 VALVERDE, Trajano de Miranda. **Sociedades por Ações.** 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 1953, v. III, p.264.

490 “Em todos esses exemplos, transparece nítida a distinção entre empresários e capitalistas, entre titulares do poder de comando na empresa e meros investidores de capital de risco”. COMPARATO e SALOMÃO FILHO. *op. cit.*, 2005, p. 38.

491 Em 2023, dentre as companhias com no mínimo 70% de ações no *free-float*, a média de quórum de participação em assembleia é de 42,5% do capital votante. Para mais informações, ver MORROW SODALI. **Lighthouse – Brazil – March 2024: Proxy Season in Brazil.** São Paulo: Morrow Sodali, 2024. p. 25 Disponível em: <<https://morrowsodali.com/insights/lighthouse>>. Acesso em: 27 de maio de 2024.

minoritários, e assumirem uma postura ativa de participação em assembleias, tomada de decisão e fiscalização da atividade dos administradores.

Embora o incentivo regulatório na adoção de boas práticas de governança deveria gerar maior dispersão de capital, há indícios de uma tendência de ampliação da base de investidores das companhias, e ela não parece ser resultado da adoção de melhores práticas, mas sim algo inicialmente pretendido pela companhia no momento da listagem do segmento.⁴⁹²

Porém, a despeito dessa singela tendência de desenvolvimento, a realidade atual da bolsa brasileira ainda é de elevada concentração: o IBrX 100, na média, tem um maior acionista ou bloco de acionistas com aproximadamente 47% do capital votante da companhia.⁴⁹³

Tabela 1. Média de concentração de capital por setor

| Setores | Média % ON Maior Acionista | # de Companhias | # de Companhias com Capital Disperso |
|---------------------------------|----------------------------|-----------------|--------------------------------------|
| Bens Industriais | 54% | 14 | 1 |
| Comunicações | 60% | 3 | 0 |
| Consumo Cíclico | 35% | 31 | 10 |
| Consumo não Cíclico | 51% | 13 | 1 |
| Financeiro | 56% | 20 | 2 |
| Materiais Básicos | 60% | 12 | 1 |
| Petróleo, Gás e Biocombustíveis | 35% | 8 | 3 |
| Saúde | 41% | 8 | 1 |
| Tecnologia da Informação | 25% | 4 | 2 |
| Utilidade Pública | 52% | 19 | 2 |
| Grand Total | 47% | 132 | 23 |

Fonte: CVM, B3 e Companhias. Elaboração Própria.

Para os fins deste estudo, considera-se que uma companhia tem capital disperso quando (i) a empresa não possui acionista controlador ou grupo de controle definido nos sistemas da CVM; (ii) o maior acionista individual possui menos de 20% do total de ações

492 DIEGUES, Michelle B. *op. cit.* A análise da autora mostra que 45% das companhias de capital disperso que aderiram ao Novo Mercado o fizeram já com capital pulverizado, enquanto aproximadamente 35% o fizeram de maneira equitativamente distribuída em 1,2 e 3 anos, e 20% o fizeram mais de cinco anos depois.

493 Detalhes nas Partes II e III

com direito a voto (“Ações Ordinárias” ou “Ações ON”) de emissão da companhia; e (iii) eventual acordo de acionistas existente não vincule mais de 20% do capital votante.⁴⁹⁴

Agora, passa-se a analisar o retorno das companhias do IBrX 100 nos últimos dez anos, identificando aquelas de capital disperso e como os resultados são impactados por momentos de mercado e dinâmicas internas de cada subsetor.

2. RETORNO DAS COMPANHIAS DE CAPITAL DISPERSO: DESCORRELACIONANDO DISPERSÃO COM MÁ PERFORMANCE

A. METODOLOGIA E RESULTADOS OBSERVADOS

A dispersão de capital em companhias abertas, sobretudo com enfoque nas 100 maiores companhias da B3, constitui o principal objeto de categorização do presente estudo, a fim de analisar o retorno das ações através da valorização ou desvalorização de seus preços nos últimos dez anos.

O IBrX 100 é um índice teórico criado pela B3 que, de acordo com seu Manual de Definições e Procedimentos dos Índices, tem por objetivo indicar o desempenho médio das cotações dos 100 ativos de maior negociabilidade e representatividade do mercado de ações brasileiro.⁴⁹⁵ Pelo seu rebalanceamento ser sempre quadrimestral, utilizou-se os recortes de 31 de dezembro nas análises, evitando desenquadramentos.

A data mais antiga da análise de retornos de ações é 31 de dezembro de 2014, evitando, portanto, quaisquer distorções decorrentes de adequações na forma de divulgação dos índices da B3, uma vez que os procedimentos e regras de divulgação foram padronizados em março de 2014 ao redor do Manual de Definições e

⁴⁹⁴ DIEGUES, Michelle B. *op. cit.*

⁴⁹⁵ Disponível em: <https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices-indices-amplos/indice-brasil-100-ibrx-100-b3.htm>. Acesso em: 24 de maio de 2024

Procedimentos dos Índices da B3, conforme histórico de adequações metodológicas dos Índices da B3.

Por fim, o IBrX 100 foi escolhido porque acredita-se que as 100 maiores companhias da B3 trazem um universo amostral suficiente para se analisar companhias de capital disperso e o seu retorno ao acionista ao longo do tempo, sendo que essas 100 companhias representam, também, aquelas de maior liquidez e relevância nacional e internacional para a bolsa brasileira. Nos últimos dez anos, 164 empresas passaram pelo índice.

A análise desses dados busca, por conseguinte, descorrelacionar o retorno positivo ou negativo das ações na B3 com a dispersão de capital de sua base acionária, ou seja, a ausência de um acionista controlador. O ponto central passa, então, pelo afastamento de que a performance de companhias com capital disperso na B3 esteja atrelada à sua estrutura de capital disperso, e busca demonstrar que os setores e subsetores de classificação da B3⁴⁹⁶ estão sujeitos a dinâmicas próprias, fatores socioeconômicos, macroeconômicos e até a eventos externos imprevisíveis.

Para este estudo, considerou-se um universo de 164 empresas que passaram pelo índice IBrX 100 de 2015 a 2024, sendo 132 delas ainda listadas. Destas, identificou-se 30 empresas de capital disperso,⁴⁹⁷ das quais 23 ainda estão na bolsa.

Em relação àquelas que não são mais listadas, dezesseis passaram por processos de fusões e aquisições (“M&As”);⁴⁹⁸ oito tiveram OPAs

⁴⁹⁶ Conforme divulgação da B3 em seu site oficial. Disponível em: <https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/acoes/consultas/classificacao-setorial/>. Acesso em: 24 de maio de 2024.

⁴⁹⁷ Petro Rio, Localiza, Casas Bahia, PDG Realty, Totvs, Vale, Iochpe-Maxion, Embraer, Equatorial Energia, B3, Lojas Renner, Yduqs, CVC, Gafisa, Cogna, Qualicorp, Vibra, IRB, Brava Energia, Méliuz, Assaí, Petro Recôncavo, Lojas Marisa, Notre Dame Intermédica, Hering, BR Malls, Cetip, Linx, Eletropaulo, Anhanguera Educação.

⁴⁹⁸ Notre Dame Intermédica, Hering, BR Malls, Cetip, Linx, Eletropaulo, Anhanguera Educação, Grupo Soma, Terra Santa Agro, Fibria, Aliansce, Sulamérica, Smiles, CESP, Locamérica, ALL Logística.

para fechamento de capital por seu controlador;⁴⁹⁹ sete passaram por processos de reorganizações societárias;⁵⁰⁰ e uma faliu.⁵⁰¹

A partir desse universo amostral, buscou-se o último Formulário de Referência (“FRE”) arquivado na CVM de 2024; ou para aquelas não mais listadas, o último FRE anterior ao evento de deslistagem.⁵⁰² No FRE, mapeou-se o controlador ou bloco de controle declarado, se aplicável, ou o maior acionista da companhia. Além disso, observou-se a existência ou não de um acordo de acionistas com exercício de direito de voto em bloco. Após esses filtros e ajustes, enfim encontrou-se o número de 23 companhias de capital disperso ainda listadas na B3.

Em paralelo, houve o levantamento das cotações diárias dos últimos dez anos (2015 a 2024) de todas as 164 empresas analisadas e foram estabelecidos cinco recortes temporais: 2014 a 2024 (“Cenário 1”); 2014 a 2021 (“Cenário 2”); 2014 a 2019 (“Cenário 3”); 2015 a 2020 (“Cenário 4”) e 2019 a 2024 (“Cenário 5”)⁵⁰³.

Esses recortes alternativos aos de dez anos (Cenário 1) foram escolhidos de acordo com o comportamento do Ibovespa.⁵⁰⁴ No Cenário 2, busca-se analisar os retornos em um período de crescimento logo antes de uma estagnação. No Cenário 3, busca-se um cenário sem qualquer efeito da pandemia, seja nos preços ou nas mudanças

⁴⁹⁹ EDP Energias do Brasil, BR Properties, Arteris, Multiplus, Santos Cruz, Prumo, Getnet, Brookfield.

⁵⁰⁰ Banco Inter, AES Tietê (2 vezes), Cosan Logística, Lojas Americanas, Natura, Rumo Logística.

⁵⁰¹ MMX Mineração.

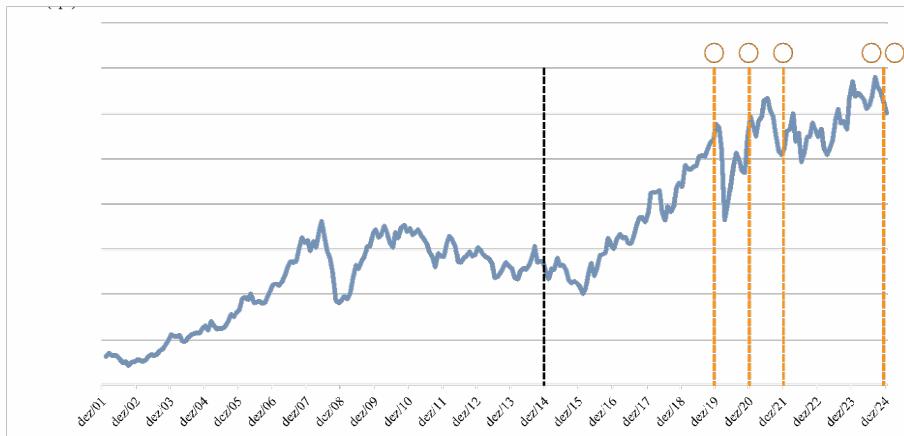
⁵⁰² Em alguns casos foi necessário retroceder um ano em relação ao evento de deslistagem, tendo em vista que houve um crescimento de participação do adquirente ou da holding ao longo do tempo, o que atrapalharia a análise.

⁵⁰³ Datas sempre considerando dia 31 de dezembro do respectivo ano.

⁵⁰⁴ Índice da B3 resultado de uma carteira teórica de ativos correspondentes a cerca de 80% dos negócios e volume financeiro do mercado de capitais brasileiro. O Ibovespa é composto pelos ativos que (i) representam 85% em ordem decrescente de Índice de Negociabilidade (IN) (*buffer 90%*); (ii) 95% de presença em pregão; (iii) 0,1% do volume financeiro no mercado a vista (lote-padrão); e não são *penny stocks*. Para mais detalhes: <https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-amplos/ibovespa-b3.htm>.

socioeconômicas que ela gerou. No Cenário 4, busca-se analisar os retornos de um período de crescimento, logo após o retorno do índice ao patamar pré-março de 2020, em um ambiente em que os preços ainda refletiam incertezas sobre o futuro da economia e da sociedade, e já refletiam mudanças nos hábitos de consumo. O Cenário 5, por sua vez, busca analisar os últimos cinco anos, desafiadores em termos macroeconômicos, e que representam certa estagnação no índice.

Gráfico 4. Índice Ibovespa e Cenários (dez/2001 a dez/2024)



Fonte: B3. Elaboração Própria.

Após, equacionou-se o retorno percentual relativo de cada ação no período em relação ao seu preço e proventos pagos.⁵⁰⁵ Assim, foram listadas as 25 companhias com a melhor e a pior performance no período e identificadas aquelas de capital disperso.

Vale destacar, ainda, alguns ajustes: (i) se a companhia foi adquirida por outra companhia listada no período analisado, ela foi excluída da análise, considerando que os seus resultados passarão a ser refletidos no preço da adquirente; (ii) se a companhia teve sua

⁵⁰⁵ Considerou-se na conta do retorno os rendimentos advindos de distribuição de lucros na forma de dividendos ou juros sobre capital próprio. Portanto, o cálculo de retorno adotado no presente estudo é a diferença percentual entre a cotação da data inicial e a data final estabelecidas, somada aos proventos distribuídos no mesmo período.

deslistagem por OPA ou cancelamento de registro, considerou-se a última cotação no período posterior à deslistagem ou cancelamento; (iii) se a companhia passou por uma reorganização societária ou mudou de *ticker*, houve um encontro de cotações a fim de que o *ticker* atual reflita o histórico da emissora desde o registro inicial. Por fim, foram excluídas da análise quaisquer ações não-ordinárias que compunham o índice, ou seja, só são consideradas as ações com terminologia “3” na B3 (ABCD3).

Primordialmente, cabe observar o cenário dos dez anos: de 31/12/2014 a 31/12/2024.

**Tabela 2. Maiores contribuições para o IBrX
100 (2014 a 2024)⁵⁰⁶ - Cenário 1**

| Nome | Variação (%) | Capital Disperso | Nome | Variação (%) | Capital Disperso |
|-------------------------------|--------------|------------------|-------------------------------|--------------|------------------|
| PRIOR | 8609% | S | ASAI | -60% | S |
| STBPL | 1808% | - | CASH | -61% | S |
| PETR | 1178% | - | CIEL | -62% | - |
| WEGE | 965% | - | BRPR | -62% | - |
| SLCE | 862% | - | RAIZ | -67% | - |
| BPAC | 711% | - | PETZ | -68% | - |
| ELET | 621% | - | LIGT | -73% | - |
| BRAP | 564% | - | SEER | -81% | - |
| SBSP | 554% | - | IRBR | -81% | S |
| DIRR | 503% | - | RSID | -82% | - |
| EQTL | 498% | S | DASA | -82% | - |
| TEND | 442% | - | AZUL | -83% | - |
| AMBP | 435% | - | ANIM | -84% | - |
| CSMG | 433% | - | CVCB | -89% | S |
| ENAT | 433% | - | QUAL | -90% | S |
| CPLE | 409% | - | MEAL | -91% | - |
| RADL | 400% | - | GOLL | -91% | - |
| TAEE | 396% | - | COGN | -92% | S |
| JBSS | 376% | - | AMAR | -98% | S |
| VALE | 369% | S | BHIA | -98% | S |
| B3SA | 360% | S | GFSA | -99% | S |
| MRCG | 356% | - | NEXP | -100% | - |
| ENBR | 329% | - | AMER | -100% | - |
| BBAS | 306% | - | OIBR | -100% | - |
| PSSA | 301% | - | PDGR | -100% | S |
| <i>Capital Disperso Total</i> | | 17% | <i>Capital Disperso Total</i> | | 40% |

Fonte: Bloomberg, CVM, B3 e Companhias. Elaboração Própria.

⁵⁰⁶ Neste cenário, houve a exclusão de Locamérica, Eletropaulo (capital disperso) e Notre Dame (capital disperso), por terem sido adquiridas no período por outra companhia listada.

Nesse cenário, nota-se que, apesar da companhia de expressivo maior retorno possuir capital disperso (PRIO com 8.609%), apenas 4 companhias, ou 17% da amostra, não possuem um controlador definido;⁵⁰⁷ enquanto do lado das piores performances há 10 companhias com capital disperso, ou 40% da amostra.⁵⁰⁸ Contudo, esse cenário pode trazer falsas percepções, uma vez que essa discrepância não foi encontrada ao analisar períodos internos, conforme se demonstra a seguir.

Tabela 3. Maiores contribuições para o IBrX 100 (2014 a 2021)⁵⁰⁹ - Cenário 2

| Nome | Variação (%) | Capital Disperso | Nome | Variação (%) | Capital Disperso |
|-------------------------------|--------------|------------------|-------------------------------|--------------|------------------|
| PRIO | 4377% | S | IGTI | -24% | - |
| MGLU | 3071% | - | VVAR | -27% | S |
| LCAM | 2175% | - | CRFB | -31% | - |
| BIDI | 859% | - | MILS | -31% | - |
| SLCE | 768% | - | NEOE | -32% | - |
| ALPA | 690% | - | RAIL | -32% | - |
| TEND | 619% | - | GMAT | -33% | - |
| BRAP | 599% | - | UGPA | -33% | - |
| STBP | 576% | - | WIZC | -34% | - |
| ELET | 564% | - | SBFG | -36% | - |
| WEGE | 532% | - | SAPR | -39% | - |
| POSI | 449% | - | RSID | -44% | - |
| RENT | 443% | S | SEER | -56% | - |
| CSNA | 440% | - | AZUL | -58% | - |
| VALE | 416% | S | BRFS | -63% | - |
| RADL | 412% | - | AMAR | -68% | S |
| BPAN | 407% | - | VLID | -73% | - |
| BRKM | 380% | - | MEAL | -77% | - |
| TASA | 377% | - | COGN | -82% | S |
| EQTL | 364% | S | CIEL | -87% | - |
| B3SA | 349% | S | GFSA | -87% | S |
| MRFG | 312% | - | IRBR | -89% | S |
| TAEE | 309% | - | OIBR | -89% | - |
| PETR | 307% | - | NEXP | -95% | - |
| JBSS | 306% | - | PDGR | -100% | S |
| <i>Capital Disperso/Total</i> | | 20% | <i>Capital Disperso/Total</i> | | 24% |

Fonte: Bloomberg, CVM, B3 e Companhias. Elaboração Própria.

507 PRIO (8.609%), Equatorial Energia (498%), Vale (369%) e B3 (360%).

508 Assaí (-60%), Méliuz (-61%), IRBR (-81%), CVC (-89%), Qualicorp (-90%), Cogna Educação (-92%), Lojas Marisa (-98%), Casas Bahia (-98%) e Gafisa (-99%).

509 Neste cenário, houve a exclusão da Eletropaulo (capital disperso) por ter sido adquirida em 2018.

Nesse cenário, de 2014 a 2021, há 4 companhias de capital disperso compondo as 25 melhores performances,⁵¹⁰ versus cinco companhias de capital disperso compondo as 25 piores performances.⁵¹¹ Ou seja, há maior coerência entre a baixa representatividade de companhias de capital disperso na bolsa brasileira e sua participação entre as companhias que melhor e pior performaram, sem uma direção clara de performances inferiores das companhias de capital disperso em relação àquelas de dono.

Cabe observar, ainda, uma repetição de nomes em relação ao Cenário 1, sendo que todas as companhias de capital disperso que aparecem no Cenário 2 também estão presentes no Cenário 1 da amostra. Doravante, com diferentes recortes temporais de cinco anos, com outras dinâmicas macroeconômicas e internas de determinados setores, há uma maior variação nos nomes e quantidades de companhias que compõem as curvas de maiores e menores performances e sua estrutura de capital proprietário.

⁵¹⁰ PRIO (4.377%), Localiza (443%), Vale (416%), Equatorial Energia (364%) e B3 (349%).

⁵¹¹ Via Varejo, ou Grupo Casas Bahia (-27%), Lojas Marisa (-68%), Cogna Educação (-82%), Gafisa (-87%) e IRBR (-89%).

Tabela 4. Maiores contribuições para o IBrX 100 (2014 a 2019) - Cenário 3⁵¹²

| Nome | Variação (%) | Capital Disperso | Nome | Variação (%) | Capital Disperso |
|-------------------------------|--------------|------------------|-------------------------------|--------------|------------------|
| MGLU | 5118% | - | TASA | 16% | - |
| LCAM | 2006% | - | UGPA | 12% | - |
| PRIO | 1332% | S | SEER | 12% | - |
| TEND | 1169% | - | MILS | 9% | - |
| STBP | 723% | - | AMAR | 1% | S |
| ALPA | 602% | - | ANIM | -10% | - |
| ELET | 569% | - | GOAU | -11% | - |
| SULA | 512% | - | EMBR | -16% | S |
| DASA | 425% | - | GETI | -17% | - |
| BIDI | 423% | - | COGN | -17% | S |
| B3SA | 417% | S | ARTR | -18% | - |
| BPAC | 406% | - | MEAL | -21% | - |
| POSI | 394% | - | ALLL | -22% | - |
| SANB | 390% | - | VVAR | -27% | S |
| LREN | 382% | S | TESA | -28% | - |
| RENT | 378% | S | RUMO | -39% | - |
| BPAN | 374% | - | BRFS | -42% | - |
| IRBR | 373% | S | RSID | -46% | - |
| RADL | 364% | - | VLID | -47% | - |
| SLCE | 350% | - | GFSA | -50% | S |
| EQTL | 348% | S | CIEL | -56% | - |
| FLRY | 346% | - | NEXP | -75% | - |
| EZTC | 345% | - | MMXM | -86% | - |
| ENGI | 344% | - | OIBR | -87% | - |
| ELPL | 332% | S | PDGR | -98% | S |
| <i>Capital Disperso Total</i> | | 28% | <i>Capital Disperso Total</i> | | 24% |

Fonte: Bloomberg, CVM, B3 e Companhias. Elaboração Própria.

Nesse cenário, de 2014 a 2019, há sete companhias de capital disperso dentre as que melhor performaram;⁵¹³ e seis dentre as que pior performaram.⁵¹⁴ Esse cenário reflete uma realidade de enfrentamento de uma crise econômica nacional e recuperação do mercado de valores mobiliários a partir de 2016, coincidindo com a queda na taxa Selic.⁵¹⁵

Esse recorte, inclusive, é imediatamente anterior à crise de 2020, que alterou consideravelmente os hábitos, consumo e convivência da

512 Neste cenário, houve a exclusão de Brookfield pela deslistagem em 2016 e Anhanguera Educação pela fusão em 2014.

513 PRIO (1.332%), B3 (417%), Lojas Renner (382%), Localiza (378%), IRBR (373%), Equatorial Energia (348%) e Eletropaulo (332%).

514 Lojas Marisa (1%), Embraer (-16%), Cogna Educação (-17%), Via Varejo ou Grupo Casas Bahia (-27%), Gafisa (-50%) e PDG Realty (-98%).

515 Ver Gráfico 2.

sociedade, mesmo após a superação do isolamento social a partir de 2022. Nele, pode-se observar a presença de companhias diversas da observada nos demais Cenários, com destaque para a lista das que melhor performaram.

Tabela 5. Maiores contribuições para o IBrX 100 (2015 a 2020) – Cenário 4⁵¹⁶

| Nome | Variação (%) | Capital Disperso | Nome | Variação (%) | Capital Disperso |
|-------------------------------|--------------|------------------|-------------------------------|--------------|------------------|
| MGLU | 36990% | - | OIBR | 23% | - |
| PRIO | 5620% | S | BRPR | 21% | - |
| LCAM | 3138% | - | WIZC | 21% | - |
| BRAP | 1464% | - | RDOR | 18% | - |
| TASA | 1271% | - | MEAL | 17% | - |
| TEND | 1190% | - | NEOE | 14% | - |
| BHIA | 1021% | S | IRBR | 8% | S |
| BIDI | 1002% | - | AMBP | 7% | - |
| GOLL | 890% | - | LEVE | 5% | - |
| USIM | 888% | - | ARTR | 5% | - |
| RENT | 887% | S | BRKM | 5% | - |
| CSNA | 754% | - | ABEV | 2% | - |
| ALPA | 706% | - | SMLS | -1% | - |
| VALE | 684% | S | GMAT | -7% | - |
| GOAU | 635% | - | MPLU | -7% | - |
| DASA | 630% | - | UGPA | -12% | - |
| RAPT | 625% | - | BEEF | -19% | - |
| WEGE | 617% | - | COGN | -46% | S |
| ELET | 582% | - | BRFS | -59% | - |
| JHSF | 563% | - | EMBR | -70% | S |
| B3SA | 557% | S | VLID | -72% | - |
| BPAN | 541% | - | GFSA | -75% | S |
| BPAC | 535% | - | PDGR | -76% | S |
| EZTC | 463% | - | CIEL | -78% | - |
| GGBR | 462% | - | NEXP | -82% | - |
| <i>Capital Disperso Total</i> | | 20% | <i>Capital Disperso Total</i> | | 20% |

Fonte: Bloomberg, CVM, B3 e Companhias. Elaboração Própria.

Nesse cenário, de 2015 a 2020, há cinco companhias de capital disperso dentre as que melhor performaram,⁵¹⁷ e a mesma quantidade dentre as que pior performaram.⁵¹⁸ O Cenário 4 traz a reflexão de como o

516 Neste cenário, houve a exclusão de ALL e Anhanguera Educação por terem sido adquiridas ou incorporadas por outra companhia listada; e Brookfield e Santos Cruz pelas deslistagens em 2016 e 2015, respectivamente; e GETI3 foi incorporada em 2016.

517 PRIO (5,620%), Grupo Casas Bahia (1,021%), Localiza (887%), Vale (684%) e B3 (557%).

518 IRBR (8%), Cogna Educação (-46%), Embraer (-70%), Gafisa (-75%), PDG Realty (-76%).

momento de mercado de cada setor e a volatilidade dos mercados como um todo afetam a análise, não podendo estabelecer uma correlação entre má performance e estrutura de capital proprietário. Em 2020, com um cenário adverso mundial, as taxas de juros e inflação estavam em valores mínimos, impulsionando setores como o varejo e serviços.

O Grupo Casas Bahia (BHIA, VVAR ou VIIA), por exemplo, passou de -8% no Cenário 1 para +1.201% no Cenário 4. É nítido que fatores de governança, tomada de decisão e alinhamento interno são fundamentais e refletem resultados positivos ou negativos ao longo do tempo, principalmente observando períodos mais longos. Porém, para se observar esse impacto, é necessário comparar diferentes recortes temporais, uma vez que cada um dos Cenários está refletindo o cenário macroeconômico e de dinâmicas internas de cada setor no período próximo às datas de corte. Isso fica ainda mais nítido quando se compara a variação percentual das más performances. Nos Cenários 3 e 4, a 25ª pior performance é positiva (16% e 23%, respectivamente), evidenciando um período otimista com o mercado de capitais.

Dessa forma, os três Cenários (2,3 e 4), em conjunto, demonstram maior equilíbrio entre boas e más performances, nos quais começam a aparecer evidências de que a correlação entre retornos e dispersão de capital não demonstra qualitativamente se um modelo de governança de controle é melhor ou pior que um modelo de governança de dispersão de capital.

Percentualmente, a amostra está em linha com os números do mercado: das 60 companhias que passaram pela lista de piores performances, 12 possuíam capital disperso (20%),⁵¹⁹ enquanto no universo amostral completo, das 164 companhias, 30 possuem capital disperso (18%). O inverso também se mostra verdadeiro, marginalmente mais próximo, inclusive: Das 59 companhias que passaram pela lista de melhores performances, dez possuíam capital disperso (17%).⁵²⁰ Em

519 Lojas Marisa, Assaí, Grupo Casas Bahia, Méliuz, Cogna, CVC, Embraer, Gafisa, IRB, PDG Realty, Qualicorp e Yduqs.

520 B3, Grupo Casas Bahia, Eletropaulo, Embraer, Equatorial Energia, IRB, Lojas Renner, Petro Rio, Localiza e Vale.

comparação com os 18% da amostra que possuem capital disperso, a proporção de participantes das melhores e piores performances está em linha com a participação das companhias de capital disperso no índice IBrX100.

Portanto, pode-se inferir que a participação de companhias de capital disperso na composição das melhores performances nos períodos dos últimos dez anos não é inferior à participação das companhias com acionista controlador, considerando que apenas cerca de 20% das companhias da amostra se enquadram como companhias de capital disperso.

B. COMPOSIÇÃO DE FATORES QUE IMPACTAM PREÇOS

Através da análise de períodos relativamente longos (cinco e sete anos) para afastar a volatilidade de curtos períodos, fica evidente como as expectativas futuras do mercado, de acordo com a informação disponível no momento,⁵²¹ criam cenários de preço e negociação que podem não se materializar no futuro. Por exemplo, no Cenário 4 ao final de 2020, MGLU estava em uma máxima histórica diante da combinação de sólidos resultados positivos (fatos concretos e informação disponível) e a ideia de que o *e-commerce* seria o modelo de negócios dominante no varejo para o futuro (expectativa futura do mercado). Inserido em um contexto de isolamento social e incerteza quanto ao tempo de duração da pandemia, as informações disponíveis naquele momento fizeram a precificação que gerou o retorno observado no Cenário 4. Porém, o setor de varejo de consumo sofreu consideravelmente nos últimos cinco anos, conforme será analisado no Capítulo III. b. No Cenário 5, MGLU teve um retorno de -94%.

Nota-se, ainda, a repetição de certas empresas no fim da lista: COGN (quatro vezes), GFSA (quatro vezes) e PDGR (três vezes). Esta última, apesar de setores diferentes, pode ser comparada a OIBR:

521 FAMA, Eugene F. *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*. *The Journal of Finance*, v. 25, n. 2, 1970, pp. 383-417.

passou por um processo de recuperação judicial e busca se reorganizar diante de um cenário ruim de passivos e falta de confiabilidade. COGN e GFSA, por sua vez, são exemplos de problemas de gestão interna e disputas societárias externas.

Em síntese, entende-se que a especificação das ações, além de refletir as informações disponíveis e os resultados da companhia, também possui um fator relevante de confiança do investidor e antecipação de futuras expectativas. Nesse ponto, pouca diferença se faz entre companhias com acionista controlador que pratica abusos de poder de controle e companhias sem controlador definido que passam por disputas societárias externas: em ambos os casos, a crise de confiabilidade penalizará o retorno ao acionista. Do mesmo modo, problemas internos de gestão em ambos os casos prejudicam o retorno ao acionista.

Tais problemas evidenciam que os preços também possuem um fator de confiabilidade. A administração da companhia precisa, além de entregar bons resultados, ter a confiança dos acionistas e do mercado para obter retornos no papel.

Assim, apesar de se observar outros trabalhos que abordam o tema através de análises econométricas,⁵²² buscando isolar variáveis de escala, setor, eventos internos, o presente estudo visa se aprofundar em outros fatores que impactam preços, como transparência de informações, expectativas e projeções de cenários futuros, confiança do mercado na administração, alinhamento entre administração e acionista, dinâmicas internas setoriais e escala.

522 Nesse sentido, há estudos acadêmicos de econometria que buscam relacionar o desempenho financeiro das companhias abertas com variáveis de governança corporativa determinadas, como por exemplo, composição do Conselho de Administração, seu grau de independência, e a estrutura de propriedade acionária. Para mais detalhes, ver: SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; BARROS, Lucas Ayres Barreira de Campos e FAMÁ, Rubens. **Estrutura de governança e desempenho financeiro nas companhias abertas brasileiras: um estudo empírico**. Caderno de Pesquisas em Administração, v. 10, n. ja/mar. 2003, pp. 57-71, 2003. Tradução.; e SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. 2004. 250 p. Tese (Doutorado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

Apesar disso, reconhece-se que, ao se analisar o retorno das ações através do seu preço em determinados períodos, não é possível correlacionar os efeitos de uma variável isolada aos resultados da análise, mas sim considerar que há um conjunto de fatores macro e microeconômicos que impactam o retorno ao acionista. Busca-se, então, demonstrar se as companhias de capital disperso reagem aos efeitos microeconômicos e dinâmicas internas de determinado setor da mesma forma que as companhias com controlador definido.

C. O CENÁRIO DE RETORNOS DOS ÚLTIMOS CINCO ANOS

Tabela 6. Maiores contribuições para o IBrX 100 (31/12/2019 a 31/12/2025 ou desde a listagem e deslistagem) – Cenário 5⁵²³

| Nome | Variação (%) | Capital Disperso (>20%) | Nome | Variação (%) | Capital Disperso (>20%) |
|-------------------------------|--------------|-------------------------|-------------------------------|--------------|-------------------------|
| PRIO | 508% | S | EZTC | -76% | - |
| AMBP | 435% | - | MOVI | -78% | - |
| PETR | 273% | - | BRPR | -79% | - |
| WEGE | 227% | - | ALPA | -81% | - |
| EMBR | 185% | S | YDUQ | -81% | S |
| MRCG | 179% | - | ANIM | -82% | - |
| CMIG | 165% | - | LIGT | -82% | - |
| POMO | 154% | - | HAPV | -82% | - |
| DIRR | 138% | - | SEER | -83% | - |
| STBP | 132% | - | MEAL | -88% | - |
| TESA | 118% | - | COGN | -90% | S |
| SLCE | 114% | - | AZUL | -94% | - |
| CPLA | 103% | - | MGLU | -94% | - |
| JBSS | 94% | - | QUAL | -95% | S |
| BRAP | 91% | - | IRBR | -96% | S |
| GOAU | 83% | - | GOLL | -96% | - |
| VLID | 80% | - | CVCB | -97% | S |
| KLBN | 77% | - | DASA | -97% | - |
| TAEE | 76% | - | GFSA | -98% | S |
| LEVE | 76% | - | AMAR | -98% | S |
| SUZB | 75% | - | NEXP | -98% | - |
| ENAT | 70% | - | OIBR | -98% | - |
| GGBR | 65% | - | BHIA | -99% | S |
| TASA | 64% | - | AMER | -100% | - |
| SBSP | 63% | - | PDGR | -100% | S |
| <i>Capital Disperso/Total</i> | | 8% | <i>Capital Disperso/Total</i> | | 36% |

Fonte: Bloomberg, CVM, B3 e Companhias. Elaboração Própria.

Agora, o cenário dos últimos cinco anos demonstra maiores desafios e piores proporções para as companhias de capital disperso,

⁵²³ Neste cenário, houve a exclusão da MMX Mineração por sua falência em 2021.

o que contribui, inclusive, para explicar o Cenário 1 (últimos dez anos). A amostra de piores performances se aproxima dos 40% observados no Cenário 1. 19 das 25 companhias (76%) que aparecem com a pior performance dos últimos cinco anos também estão na pior performance do Cenário 1.⁵²⁴ Isso sugere que a conjuntura socioeconômica do Brasil no período recente pode ter gerado uma situação mais desafiadora para as companhias listadas na B3.

Após se constatar que o cenário macroeconômico e diferentes recortes temporais alteram substancialmente o percentual de companhias de capital disperso em relação àquelas que melhor performaram e àquelas que pior performaram, é necessário observar como as dinâmicas internas de cada setor impactam as companhias de diferentes estruturas de capital proprietário, ou seja, comparando companhias do mesmo subsetor, qual é a sua performance histórica e se a variação dos seus preços está em linha com os eventos setoriais que se têm conhecimento de impacto.

Passa-se, então, à análise de alguns dos setores e subsetores, seus eventos internos e dados macroeconômicos que os impactam, na busca de alguma relação de pior performance das companhias com capital disperso em relação àquelas com controlador definido.

3. SETORES E SUBSETORES: ANÁLISE DE PERFORMANCE E DISPERSÃO DE CAPITAL DIANTE DE DADOS SOCIOECONÔMICOS

Conforme demonstrado na Tabela 1, as companhias de capital disperso estão distribuídas em quase todos os setores da B3, com exceção do setor de Comunicações. Dentre eles, há uma clara concentração no setor de Consumo Cíclico (10 empresas) que, por sua vez, distribui-se em sete subsetores:

⁵²⁴ BR Properties, Ânima Educação, Light, Ser Educacional, International Meal Company, Cogna Educação, Azul, Qualicorp, IRB, Gol Linhas Aéreas, CVC, Dasa, Gafisa, Lojas Marisa, Nexpe, Oi, Grupo Casas Bahia, Americanas, PDG Realty.

Tabela 7. Abertura do Setor de Consumo Cíclico

| Setores | Média % ON Maior Acionista | # de Companhias | # de Companhias com Capital Disperso |
|---------------------------------|----------------------------|-----------------|--------------------------------------|
| Bens Industriais | 54% | 14 | 1 |
| Comunicações | 60% | 3 | 0 |
| Consumo Cíclico | 35% | 31 | 10 |
| Automóveis e Motocicletas | 38% | 2 | 1 |
| Comércio Varejista | 31% | 8 | 3 |
| Construção Civil | 33% | 10 | 2 |
| Diversos | 34% | 7 | 3 |
| Hoteis e Restaurantes | 35% | 1 | 0 |
| Tecidos, Vestuário e Calçados | 67% | 2 | 0 |
| Viagens e Lazer | 16% | 1 | 1 |
| Consumo não Cíclico | 51% | 13 | 1 |
| Financeiro | 56% | 20 | 2 |
| Materiais Básicos | 60% | 12 | 1 |
| Petróleo, Gás e Biocombustíveis | 35% | 8 | 3 |
| Saúde | 41% | 8 | 1 |
| Tecnologia da Informação | 25% | 4 | 2 |
| Utilidade Pública | 52% | 19 | 2 |
| Grand Total | 43% | 132 | 23 |

Fonte: CVM, B3 e Companhias. Elaboração Própria.

Doravante, dar-se-á destaque a dois subsetores: Educacional (dentro de “Diversos”), com dois exemplos de companhias de capital disperso; e Comércio Varejista, com três.

A escolha desses subsetores se deu por serem aqueles com maior representatividade proporcional de companhias de capital disperso em relação ao total de companhias do subsetor, além de serem os dois subsetores com a maior quantidade dessas empresas dentro do setor de Consumo Cíclico, que, por sua vez, é o setor da B3 com a maior quantidade de empresas de capital disperso com margem (dez empresas, versus três empresas do segundo maior).

Além disso, as dinâmicas internas doravante exploradas, com exemplos positivos e negativos de performances de companhias de capital disperso, trazem reflexões sobre os fatores macro e microeconômicos que impactam cada setor e como eles impactam companhias de diferentes estruturas de capital proprietário, bem como se pretendia observar nos recortes temporais do Capítulo II.

A. SUBSETOR EDUCACIONAL

O mercado de educação está listado na B3 dentro do setor de “Consumo Cíclico” e no subsetor “Diversos”. Hoje, é composto pelas empresas: Cogna, Ânima Educação, Ser Educacional e Yduqs. Destas, a participação do maior acionista ou do bloco de controle em cada empresa é, respectivamente: 17%; 30% (acordo de acionistas); 59%; e 15%. Ou seja, nesse subsetor há dois exemplos de empresas de capital disperso em um universo amostral de quatro empresas, Cogna Educação (COGN) e Yduqs (YDUQ).

Gráfico 5. Histórico de Preços do Subsetor Educacional



Fonte: Bloomberg e B3. Elaboração Própria

Gráfico 6. Variação Mensal Percentual do Subsetor Educacional (2014 a 2024)



Fonte: Bloomberg e B3. Elaboração Própria

Ao analisar os Gráficos 5 e 6, é perceptível que, em geral, o comportamento das ações de educação nos últimos dez anos está correlacionado à dinâmica do setor. Até a variação mensal, em sua maioria, segue a mesma tendência: não há fortes variações em sentidos contrários no mesmo mês para ações diferentes, ou seja, eventos que impactam o mercado de educação também impactam a cesta dessas quatro ações equitativamente.

Esse primeiro indício, por si, é positivo para afastar a hipótese de que uma das companhias de capital disperso possui performance completamente desatrelada da dinâmica do setor. Há, ainda, um destaque positivo: YDUQ (capital disperso) teve uma valorização expressivamente maior que seus pares nos últimos dez anos, mesmo sujeita aos eventos situacionais do mercado, apesar de ter uma performance de aproximadamente -50% ao se observar o período 2014-2024.

Ao observar o histórico de preços do setor, os resultados são negativos. Excluindo Yduqs, as três outras companhias sofreram para atingir resultados positivos no período. Em 2020, o setor foi especialmente impactado pela crise da pandemia. Diante da digitalização do trabalho e do ensino, as companhias viram seu produto ofertado ter de se transformar completamente em pouco tempo. Além disso, o ensino superior teve índices de evasão elevados. Dados do Inep e do MEC mostram que a evasão do ensino superior cresceu 13% em 2021, e as matrículas diminuíram 10%, 12%, 3% e 1% em 2020, 2021, 2022 e 2023, respectivamente.⁵²⁵ Isso, portanto, explica a crise estrutural que afeta o setor e, consequentemente, os resultados das empresas. Há, ainda, questões atreladas à regulação e incentivos governamentais, que nos últimos anos passam por mudanças, como uma possível nova regulação do ensino à distância (expectativa do mercado) e o fim do FIES (conjuntura do setor).

525 Dados do Censo da Educação Superior (2023) para instituições privadas com fins lucrativos. O cálculo da evasão escolar foi obtido através do cruzamento entre o número de concluintes de um ano sobre o número de matrículas de quatro anos antes. O aumento percentual leva em conta a variação ano contra ano do número de evasão.

Por outro lado, há também questões conjunturais, como problemas internos de gestão. Em alguns casos, nota-se uma desconexão entre acionistas, executivos e conselho, sobretudo no tocante à remuneração. A Cogna, por exemplo, de 2018 a 2023, teve uma média anual de salário mais bônus em dinheiro de R\$30 milhões versus uma média de remuneração baseada em ações de R\$14 milhões, cerca de 70% da remuneração não alinhada à performance e retorno ao acionista. No mesmo período, o papel teve uma desvalorização de 80%.⁵²⁶ Ademais, problemas na tomada de decisão, execução de processos de aquisição, estratégia de produtos e alavancagem financeira também marcam o cenário especialmente negativo do papel no setor.

Enfim, o subsetor educacional mostra como há exemplos positivos e negativos de gestão em companhias de capital disperso, em comparação somente com seus concorrentes diretos, e como a gestão da companhia impacta substancialmente o retorno ao acionista, e não a sua estrutura de capital acionário. Vale destacar a performance positiva da Yduqs no período, como um exemplo de companhia de capital disperso.

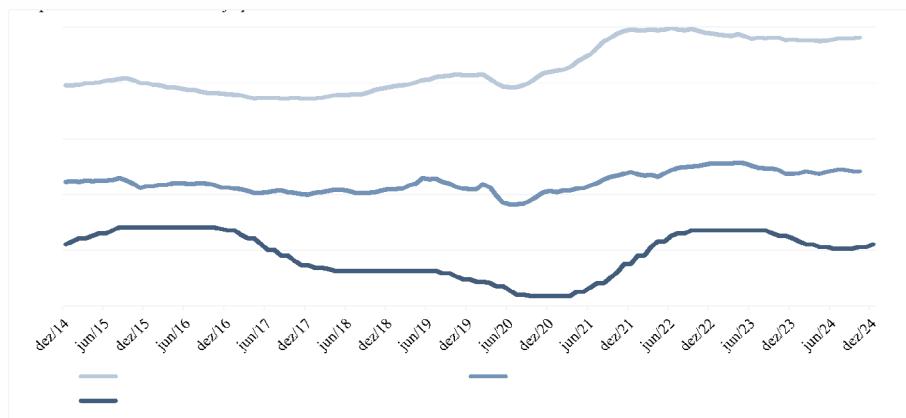
B. SUBSETOR DO COMÉRCIO VAREJISTA

O subsetor do comércio varejista é composto pelas companhias: Lojas Marisa, Americanas, Azzas 2154, Grupo Casas Bahia, Lojas Renner, Magazine Luiza, Petz e Grupo SBF. Destas, a participação do maior acionista ou do bloco de controle em cada companhia é, respectivamente: 6%; 50% (bloco de controle); 38% (acordo de acionistas); 8%; 15%; 62% (bloco de controle); 31% e 38% (bloco de controle). Ou seja, nesse subsetor há três exemplos de companhias de capital disperso em um universo amostral de oito companhias, Lojas Marisa (AMAR), Grupo Casas Bahia (BHIA) e Lojas Renner (LREN).

⁵²⁶ Dados de remuneração da diretoria obtidos dos Formulários de Referência dos períodos, arquivados nos sistemas da CVM. O retorno calculado para COGN leva em conta o período de 31/12/2017 a 31/12/2023

Cabe destacar que o consumo cíclico, em especial o comércio varejista, é especialmente sensível à variação da taxa de juros e ao poder de compra da população. Dessa forma, os últimos cinco anos representam uma dificuldade para o setor, conforme demonstrado no Gráfico 7.

Gráfico 7. Endividamento familiar e taxa Selic (2014 a 2024)



Fonte: Banco Central. Elaboração Própria.

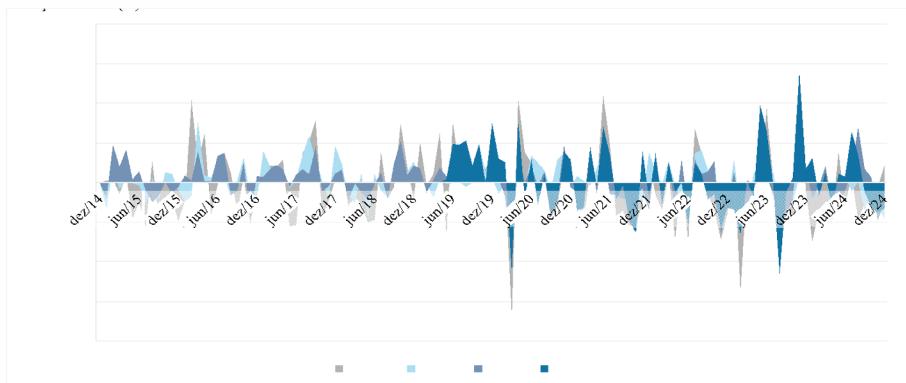
Para melhor percepção de correlação, dividiu-se o subsetor em dois grupos: varejo de moda (AMAR, AZZA, LREN e SBFG) e varejo de consumo (AMER, BHIA, PETZ e MGLU). Nesses grupos, nota-se que algumas performances estão correlacionadas, indicando exposição às dinâmicas do mercado.

Gráfico 8. Histórico de preços do grupo de varejo de moda



Fonte: Bloomberg e B3. Elaboração Própria

Gráfico 9. Variação mensal percentual do grupo de varejo de moda



Fonte: Bloomberg e B3. Elaboração Própria

No caso do grupo do varejo de moda, enquanto Lojas Renner teve uma performance muito alinhada com seus pares, Lojas Marisa tem sofrido muito nos últimos dez anos, quase não atingindo qualquer performance acima de seu preço em 2014. No Cenário 1 (2014 a 2024), AMAR tem uma performance registrada de -98%. Esse resultado é puxado pela dinâmica macroeconômica dos últimos cinco anos, conforme o Gráfico 7, mas também por problemas de gestão interna, sobretudo no equacionamento de seu passivo e no posicionamento da marca, o que gerou uma grave crise de desconfiança dos investidores

e, alinhada à série de performances ruins, pressionou o papel nos últimos dez anos.

Lojas Renner, por sua vez, é um exemplo de boa gestão dos administradores alinhada à entrega de bons retornos ao acionista. Até 2019, Renner performou muito melhor que seus pares, tendo sofrido junto com o setor nos últimos cinco anos e entregando performances similares à Azzas 2154, principal conglomerado de moda da América Latina, formado pela fusão entre o Grupo Soma, Hering e Arezzo&Co, controlada via acordo de acionistas das famílias fundadoras dos três grupos, hoje referência para o setor em termos de modelo de negócios.

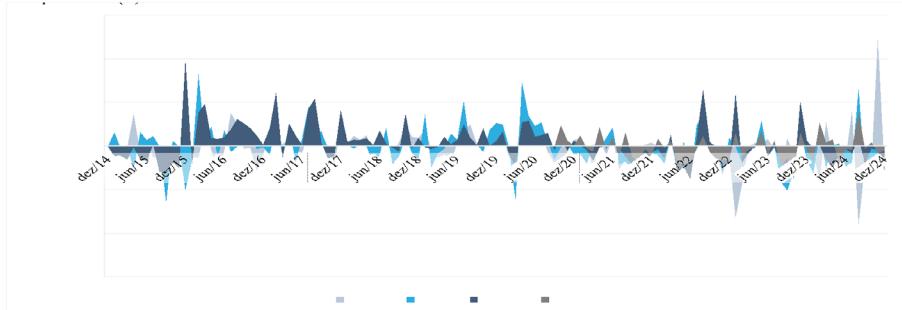
Assim como no subsetor de educação, o grupo de varejo de moda tem exemplos positivos e negativos de retorno ao acionista por companhias de capital disperso, demonstrando que é possível que esse modelo de gestão seja eficiente, ao mesmo tempo em que pode estar sujeito a uma má gestão dos administradores, da mesma forma que companhias com acionista controlador podem estar sujeitas aos mesmos problemas.

Gráfico 10. Histórico de preços do grupo de varejo de consumo



Fonte: Bloomberg e B3. Elaboração Própria

Gráfico 11. Variação mensal percentual do grupo de varejo de consumo



Fonte: Bloomberg e B3. Elaboração Própria

Para o grupo de varejo de consumo, destaca-se que o Grupo Casas Bahia e Americanas tiveram uma performance inferior ao setor. O grupo como um todo apresenta alta volatilidade, carregado sobretudo por Americanas (AMER) e Casas Bahia (BHIA), diante dos cenários de descoberta de fraude contábil e recuperação judicial da primeira, e reestruturação através de recuperação extrajudicial da segunda. Magazine Luiza, por sua vez, possui um histórico de extrema valorização e resultados até 2020, sendo muito penalizada pela desaceleração do *e-commerce* frente aos seus concorrentes e pelo cenário macroeconômico dos últimos cinco anos. Petz, por fim, possui hoje a maior cotação entre as quatro empresas, apesar de também estar em desvalorização frente à sua máxima histórica, em linha com a análise gráfica das demais empresas do grupo.

Em geral, o grupo de varejo de consumo sai penalizado na amostra do Cenário 1 (últimos dez anos) e do Cenário 5 (últimos cinco anos). Portanto, não há evidências claras de que a estrutura de capital acionário disperso do Grupo Casas Bahia contribuiu para um cenário de retornos descorrelacionado da tendência do setor, uma vez que Americanas, companhia com controlador definido, também sofreu com problemas financeiros e de credibilidade, e Magazine Luiza, também companhia com controlador definido, foi penalizada por questões operacionais internas e pelo cenário macroeconômico que afeta o setor nos últimos cinco anos. Ou seja, não se pode atribuir a má

performance do papel do Grupo Casas Bahia à sua estrutura de capital acionário disperso.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Apesar da larga prevalência de companhias com controle concentrado no Brasil, dentre as 100 maiores companhias da B3, há 23 companhias com capital disperso. Nesse ínterim, a elevada concentração de capital nos quadros acionários das companhias e a baixa representatividade daquelas de capital disperso geram um estigma de que companhias sem controlador definido performam pior no país em relação àquelas com um acionista controlador, sobretudo entre investidores institucionais da bolsa de valores.

Porém, após a análise de retornos das ações das maiores companhias da B3 em diferentes recortes temporais dos últimos dez anos, constata-se que o mercado é muito suscetível a fatores macroeconômicos, como a taxa Selic, o apetite de risco dos investidores, o fluxo de capital estrangeiro, o preço das *commodities* e os ciclos políticos nacionais. Portanto, não é possível estabelecer que o modelo de capital disperso é responsável pela má performance das companhias que integram o quadro das 25 maiores desvalorizações nos cenários analisados.

Nota-se, ainda, que as companhias que compõem os respectivos quadros mudaram significativamente entre os cenários analisados, bem como os percentuais de retorno, o que sugere que a melhor abordagem seria comparar empresas do mesmo subsetor, sujeitas às mesmas dinâmicas socioeconômicas internas.

Mesmo assim, ao analisar dois exemplos desses subsetores (educação e varejo), não é possível identificar uma performance de uma companhia de capital disperso descorrelacionada da performance do setor. Ademais, há exemplos nesses subsetores de melhores e piores performances tanto de companhias com controlador definido quanto de capital disperso. Na educação, ambas as companhias que melhor e

pior performaram possuem capital disperso. No varejo de consumo, as duas companhias que pior performaram são uma de capital disperso e outra com acionista controlador. No varejo de moda, há exemplos de uma companhia de capital disperso que entrega sólidos resultados e outra que entrega a pior performance do grupo.

Não se trata de ignorar as dificuldades que um modelo de controle administrativo ou controle minoritário impõe. Através da revisão de debate acadêmico sobre o tema, é fato que as companhias de capital disperso têm grandes dispêndios com custos de agência e estão mais expostas à tomada de decisão dos administradores. Por outro lado, as companhias com controlador definido também enfrentam seus problemas, como os conflitos entre acionista controlador e minoritários e o abuso de poder de controle. Em ambos os cenários há pontos de atenção que devem ser endereçados pela administração e pelas assembleias de acionistas.

A partir das premissas adotadas, análises realizadas e resultados obtidos, uma posterior agenda de pesquisa, em aprofundamento ao tema analisado, pode se voltar ao histórico das 23 companhias de capital disperso, seus conflitos societários e mecanismos jurídicos de estatuto que auxiliam (ou deveriam auxiliar) no bom funcionamento da dinâmica de controle administrativo. Como contrapeso, pode-se analisar casos entre as companhias com controlador definido de abuso de poder de controle, buscando mensurar a efetividade de mecanismos de proteção ao acionista minoritário na prática do mercado de capitais brasileiro.

De todo modo, a dispersão de capital no Brasil ainda é um fenômeno incipiente. A adequada compreensão desse fenômeno e seus efeitos perante bons ou maus resultados passa, necessariamente, pela análise empírica de casos de sucesso e insucesso, de maneira interdisciplinar entre Direito e Economia, para que os mecanismos jurídicos de proteção ao minoritário e contenção de abusos da administração tenham sua eficácia empírica comprovada, ou que a sua possível ineficácia incentive avanços regulatórios.

BIBLIOGRAFIA

Arbex, Pedro. **Minoritários da BRF reclamam de relação de troca com a Marfrig.** *Brazil Journal*. 16 de maio de 2025. Disponível em <<https://braziljournal.com/minoritarios-da-brf-reclamam-de-relacao-de-troca-com-a-marfrig/>>. Acesso em: 28 de julho de 2025.

Arbex, Pedro. **Por que as corporations têm falhado no Brasil?** *Brazil Journal*. 19 de abril de 2024. Disponível em <<https://braziljournal.com/por-que-as-corporations-tem-falhado-no-brasil/>>. Acesso em: 28 de julho de 2025.

B3. **Índice Brasil 100 (IBRX 100 B3).** São Paulo, 2024. Disponível em: <https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-amplos/indice-brasil-100-ibrx-100-b3.htm>. Acesso em: 21 de abril de 2024.

B3. **Índice Bovespa (Ibovespa B3).** São Paulo, 2024. <https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-amplos/ibovespa-b3.htm>. Acesso em: 21 de abril de 2024.

Banco Central do Brasil. **Séries temporais e relatórios econômicos.** Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br>>. Acesso em: 20 maio 2025.

Bebchuk, Lucian; e Hirst, Scott. ***The Specter of the Giant Three.*** *Boston University Law Review*, vol. 99, 2019. Disponível em: <<https://www.bu.edu/bulawreview/files/2019/06/BEBCHUK-HIRST-1.pdf>>. Acesso em: 13 de novembro de 2025.

Bebchuk, Lucian; Tallarita, Roberto. ***The Illusory Promise of Stakeholder Governance.*** *Cornell Law Review*, vol. 106, 2020, pp. 91-178. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=3544978>>. Acesso em: 13 de novembro de 2025.

Berle, Adolf; Means, Gardiner. ***The Modern Corporation and Private Property***. New York: The Macmillan Company, 1933.

_____. ***Bloomberg Terminal***. Dados financeiros e de mercado. Acesso via plataforma profissional. Acesso em: 20 maio 2024.

Comparato, Fábio Konder; Salomão Filho, Calixto. **O Poder de Controle nas Sociedades Anônimas**. Rio de Janeiro: Ed. Forense. 2005.

Costa, Roberto T. **Mercado de Capitais: uma trajetória de 50 anos**. São Paulo: Imprensa oficial do Estado de São Paulo, 2006, p.106.

Damodaran, A. ***Estimating Equity Value per Share. In Investment Valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset*** (3rd ed., 2022, Chapter 16). John Wiley & Sons, Inc.

Deloitte. **Custos de operação como companhia aberta**. São Paulo: 2021. Disponível em: <https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/custo-para-manter-capital-aberto-na-b3.htm>. Acesso em: 25 de julho de 2025.

Diegues, Michelle B. **Difusão de Controle: A ampliação da dispersão acionária na Bolsa de Valores de São Paulo**. Tese de Láurea (Bacharelado em Direito) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2022.

Dyck, Alexander; Zingales, Luigi. ***Private Benefits of Control: An International Comparison***. *The Journal of Finance*, Hoboken, v. 59, n. 2, p. 537-600, 2004.

Eizirik, Nelson. **O mito do “controle gerencial” – Alguns dados empíricos**. *Revista de Direito Mercantil*, n. 66, Revista dos Tribunais, 1987.

Fama, Eugene F. ***Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work***. *The Journal of Finance*, v. 25, n. 2, 1970.

Gouvêa, Carlos Portugal. **A Estrutura da Governança Corporativa.** São Paulo: Quartier Latin, 2022. p. 103.

Grossman, S.; hart, Oliver D. ***One-share / one-vote and the market for corporate control.*** *Journal of Financial Economics.* 1988.

Guimarães, Fernanda. **Operações de fechamento de capital na B3 superam IPOs na última década.** Valor Econômico. 26 de fevereiro de 2025. Disponível em: <<https://valor.globo.com/financas/noticia/2025/02/26/operacoes-de-fechamento-de-capital-na-b3-superam-ipos-na-ultima-decada.ghtml>>. Acesso em: 16 de maio de 2025.

Hart, Oliver D. ***Capital Structure as a Control Mechanism in Corporations.*** *The Canadian Journal of Economics*, v. 21, No. 3 (1988).

Holderness, Clifford G., ***Blockholders are More Common in the United States than You Might Think*** (December 23, 2010). *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 22, ed. 4, p. 75-85, 2010, Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=1733802>>. Acesso em: 16 de maio de 2025.

IBGC. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa.** 5^a ed. São Paulo: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, 2015.

Jensen, Michael C.; Meckling, William H. ***The Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure.*** *Journal of Financial Economics*, v.3, 1976.

La Porta, Rafael *et al.* ***Corporate Ownership Around the World.*** *The Journal of Finance*, Hoboken, v. 54, n. 2, p. 471-517, 1999.

Larner, Robert. ***Management Control and the large Corporation.*** *The American Economic Review*, v. 56, n. 4, Part 1, 1966, pp. 777-787.

Leech, Dennis. **Shareholder Voting Power and Ownership Control of Companies. Power, Voting, and Voting Power: 30 Years After**, [S.L.], 2013.

Macarani, José Pedro. **Um aspecto da política econômica do “Milagre Brasileiro”: A política de Mercado de Capitais e a bolha especulativa 1969-1971.** 2006. Disponível em:<<https://www.scielo.br/j/ee/a/4pfWcvtFyPzxQhfvbDN8crw/?format=pdf&lang=pt>>. Acesso em: 14 de maio de 2024.

Malan, Pedro; Bacha, Edmar. **30 anos do Real: crônicas no calor do momento.** Organização de Gustavo H. B. Franco. 1. ed. Rio de Janeiro: História Real, 2024.

Morrow Sodali. **Lighthouse – Brazil – March 2024: Proxy Season in Brazil.** São Paulo: Morrow Sodali, 2024. p. 25 Disponível em: <<https://morrowsodali.com/insights/lighthouse>>. Acesso em: 27 de maio de 2024.

PwC Brasil. **Abertura de capital no Brasil: Boas práticas para o processo de IPO e o dia a dia de uma companhia de capital aberto.** São Paulo: PwC Brasil, 2022. Disponível em: <https://www.pwc.com.br/pt/estudos/servicos/mercado-capitais/2022/PwCBrasil_Guia_IPO_MOBILE_VF.pdf>. Acesso em: 25 de julho de 2025.

Ragazzi, Ana Paula. **Minoritários questionam preço e timing da oferta pelo Carrefour Brasil.** *Brazil Journal*. 20 de fevereiro de 2025. Disponível em <<https://braziljournal.com/minoritarios-questionam-preco-e-timing-da-opa-no-carrefour-brasil/>>. Acesso em: 28 de julho de 2025.

Rodrigues, Ana Carolina. **A evolução do mercado de capitais brasileiro e o perfil do acionista minoritário no Brasil.** *Scientia Iuris*, Londrina, v.16, n.2, 2012.

Shleifer, Andrei; Vishny, Robert W. *A Survey of Corporate Governance*. *The Journal of Finance*, 1997, v. 52, n. 2.

Silveira, Alexandre Di Miceli da e Barros, Lucas Ayres Barreira de Campos e Famá, Rubens. **Estrutura de governança e desempenho financeiro nas companhias abertas brasileiras: um estudo empírico**. Caderno de Pesquisas em Administração, v. 10, n. ja/mar. 2003, p. 57-71, 2003.

Silveira, Alexandre Di Miceli da. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. 2004. 250 p. Tese (Doutorado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004

Sousa, Lucy A. **O mercado de Capitais Brasileiro no período de 1987-97**. Tese de Doutorado em Economia - Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1998.

_____. *The Takeover Code*. Londres, ed. 14, 2025.

Valverde, Trajano de Miranda. **Sociedades por Ações**. 2^a ed. Rio de Janeiro: Forense, 1953, v. III, p.264.

Wolf, Paulo José W.; Oliveira, Giuliano C.; Palludeto, Alex W. A. **O Mercado de Ações no Brasil (2004-2015): evolução recente e medidas para o seu desenvolvimento**. Revista Pesquisa e Debate, v.30, n.2, 2018.