



Revista de Direito Mercantil

industrial, econômico e financeiro



Vol. nº 191 n.º 2, jan. 2026/jun. 2026

RDM 191, n.º 2

Artigos e Atualidades:

1. O Conceito de Poder de Controle segundo a Análise de Três Juristas que o Direito Societário Brasileiro Jamais Poderá Esquecer: Fábio Konder Comparato, Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (Erasmio Valladão Azevedo e Novaes França)
2. Um olhar sobre a Itália: novidades legislativas e debates doutrinários sobre a apresentação de uma lista de candidatos para a eleição do conselho de administração de sociedades anônimas pelos administradores "cessantes" (Andrea Pontecorvi)
3. A reserva de lucros a realizar quando os lucros a realizar excedem o valor do dividendo de distribuição obrigatória (Giulia Cavallieri Gomides; Pedro Teixeira Mendes Parizotto)
4. Aspectos jurídicos do 'media for equity': análise dos aspectos societários na integralização do capital social de empresas por meio da cessão do direito de uso da imagem (Luis Pedro Matos França; Leonardo de Moraes Salviato)
5. Instituições, Incerteza e Insolvência: Uma Análise Econômica da Eficiência da Recuperação Judicial no Brasil (Augusto Jorge Siqueira Elias)
6. A racionalidade econômica como critério de interpretação contratual: conteúdo, âmbito de incidência e aplicação do art. 113, § 1º, V, do Código Civil (Giovanni Martins Morroni)
7. O Caso Mary Boone: opacidade, regulação e reconfiguração do sigilo contratual no mercado de arte (Sofia Cristina Sanchez Buchala)
8. A inconstitucionalidade do regime jurídico tributário de IBS e de CBS relativo aos fundos de investimento em direitos creditórios (FIDCs) dedicados à liquidação antecipada de recebíveis (Ricardo Alessandro Castagna; Pedro Terra)
9. Depósito centralizado de valores mobiliários no Brasil: histórico, regulação e novos entrantes (Jorge Luciano de Jesus Aragão; Lucas Caminha; Rodrigo de Abreu Pinto)
10. O Direito de Preferência na Reversão da Subsidiária Integral (Adriano Helena Sasseron; Luiz Eduardo Jodas Siqueira)

ISBN 978-65-6006-302-0



IDGLOBAL
Instituto de Direito Global



rdm
revista de direito mercantil

EXPERT
EDITORA DIGITAL

Revista de Direito Mercantil

industrial, econômico e financeiro

REVISTA DE DIREITO MERCANTIL
industrial, econômico e financeiro
v. 191 nº2

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

Ano LXV (Nova Série)

Janeiro 2026/Junho 2026

REVISTA DE DIREITO MERCANTIL
Industrial, econômico e financeiro
Nova Série – Ano LXV – v. 191 n°2 – Jan. 2026/jun. 2026

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 Garcia

Sérgio Campinho

COMITÊ DE REDAÇÃO:

Antonio Martín

Calixto Salomão Filho

Eduardo Secchi Munhoz

Francisco Satiro De Souza Junior

José Alexandre Tavares Guerreiro

Juliana Krueger Pela

Mauro Rodrigues Penteado

Marcos Paulo De Almeida Salles

Newton de Lucca

Paulo Fernando Campos Salles De Toledo

Priscila Maria Pereira Corrêa Da Fonseca

Balmes Vega Garcia

Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa

Erasmus Valladão Azevedo E Novaes
França

Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa

José Marcelo Martins Proença

Luiz Gastão Paes de Barros Leães

Manoel De Queiroz Pereira Calças

Marcelo Vieira Von Adamek

Paula Andréa Forgioni

Paulo Frontini

Rachel Sztajn

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

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

COORDENADORES ASSISTENTES DE EDIÇÃO:

Beatriz de Sousa
Luma Luz
Heitor Augusto Pavan Tolentino Pereira

Rafaela Vidal Codogno
Matheus Chebli De Abreu

ASSESSORIA DE EDIÇÃO DISCENTE:

Ana Carolina Amado Britto
Ana Luísa Sepulcri Basilio
Bárbara Deki Meirelles
Camila Borja de Oliveira
Leticia Thiemy Venturini
Luiza Viana Pessoa Lopes

Mariana Caroline Silva Aguiar
Maria Vilasboas Fagundes
Stella dos Santos Lemos Fernandes
Sofia Buchala
Yasmin Haddad D'Alpino

REVISTA DE DIREITO MERCANTIL

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

Direção Executiva: Luciana de Castro Bastos

Direção Editorial: Daniel Carvalho

Diagramação e Capa: Editora Expert

Revisão: Do Autor

A regra ortográfica usada foi prerrogativa do autor.



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

AUTORES: Adriano Helena Sasserone, Andrea Pontecorvi, Augusto Jorge Siqueira Elias, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França, Giovanni Martins Morroni, Giulia Cavallieri Gomides, Jorge Luciano de Jesus Aragão, Leonardo de Moraes Salviato, Lucas Caminha, Luis Pedro Matos França, Luiz Eduardo Jodas Siqueira, Pedro Teixeira Mendes Parizotto, Pedro Terra, Ricardo Alessandro Castagna, Rodrigo de Abreu Pinto, Sofia Cristina Sanchez Buchala.

ISBN: 978-65-6006-302-0

Publicado Pela Editora Expert, Belo Horizonte, Junho de 2026

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

Pedidos dessa obra:

experteditora.com.br

contato@editoraexpert.com.br



MINI-CURRÍCULOS DOS AUTORES:

Adriano Helena Sasseron: Doutorando e Mestre em Direito Comercial pela USP. Master em Finanças Corporativas e Controladoria pela EESP - FGV. Advogado em São Paulo.

Andrea Pontecorvi: Pesquisador (Ricercatore a tempo determinato) no Departamento de Ciências Econômicas, Empresariais e Estatísticas da Universidade de Palermo, Palermo, Itália. Doutor em Direito Comercial pela Scuola Dottorale Internazionale “Tullio Ascarelli”, Università Roma Tre, Roma, Itália.

Augusto Jorge Siqueira Elias: Mestre em Direito, Justiça e Desenvolvimento pelo IDP. Assessor Especial do 3º Tabela de Notas de São Paulo. Advogado licenciado.

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

Giovanni Martins Morroni: Bacharel em Direito pela Faculdade de Direito da USP (2025). Advogado da área de Pesquisa do escritório BMA Advogados.

Giulia Cavallieri Gomides: Advogada em Xavier Gagliardi Inglês Schaffer Advogados. Bacharel e Mestranda em Direito Civil pela Faculdade de Direito do Largo São Francisco (FDUSP), com dupla diplomação pela Université Jean Moulin Lumière Lyon III (França),

em que atualmente cursa o Master em Direito Econômico Franco-Brasileiro.

Jorge Luciano de Jesus Aragão: Advogado. Graduado em Direito pela Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-Rio). Pesquisador associado ao Instituto Brasileiro de Finanças Digitais (IFD).

Leonardo de Moraes Salviato: Advogado formado pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (USP), com foco em Direito Societário e Regulação do Mercado de Capitais. Atuou e coordenou grupos de pesquisa como o Centro de Estudos de Mercado Financeiro e de Capitais (CEM) e o Center for M&A Studies, dedicando-se a temas de regulação do mercado de capitais, governança corporativa e operações societárias. Atualmente é graduando em História pela FFLCH-USP.

Lucas Caminha: Diretor jurídico de instituição financeira, doutorando em Regulação pela Fundação Getúlio Vargas, mestre em Direito Empresarial pela UERJ, graduado em Direito pela UFRJ. Autor das obras “Novo Mercado de Crédito: Concorrência, Regulação e Novas Tecnologias” e “Captação de Recursos por Startups”.

Luis Pedro Matos França: Advogado formado pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (USP), com foco em Direito Societário e Fusões e Aquisições de Empresas. Participação no Grupo de Estudos de Direito Concorrencial da USP (GDC), dedicando-se a estudar relações entre concorrências, mercado e questões societárias.

Luiz Eduardo Jodas Siqueira: Bacharel em Direito pela SP (2019). Master en Droit (Contentieux, Arbitrage et Modes Amiables de Résolution des Différends) pela Université-Paris-Panthéon-Assas, França (2023). Mestre em Direito Comercial pela USP (2025). Advogado em São Paulo.

Pedro Teixeira Mendes Parizotto: Advogado em Tavares Guerreiro Advogados. Bacharel, Mestre e Doutorando em Direito Comercial pela Faculdade de Direito do Largo São Francisco (FDUSP).

Pedro Terra: Graduando na Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (USP). Bolsista de Iniciação Científica do CNPq.

Ricardo Alessandro Castagna: Doutor em Direito Econômico, Financeiro e Tributário pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (USP). Mestre em Direito pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (PUC/SP). Pesquisador pós-doutoral pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (USP) e pela Faculdade de Direito da Universidade de Navarra (UNAV), Espanha. Diretor Acadêmico e Professor de Direito Financeiro e Direito Tributário do CEU Law School. Professor de Direito Tributário e de Direito Financeiro e Coordenador do curso de Direito da Faculdade Belavista.

Rodrigo de Abreu Pinto: Presidente do Instituto Brasileiro de Finanças Digitais (IFD). Graduado em Direito pela Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-Rio) e Filosofia pela Universidade de São Paulo (USP). Diretor da Câmara de Comércio Brasil-Portugal (PE). Membro da Comissão de Direito Empresarial do Instituto dos Advogados de Pernambuco (IAP-PE). Membro da Comissão de Mercado Financeiro e de Capitais da Ordem dos Advogados de Pernambuco (OAB-PE). Conselheiro da Fundação Gilberto Freyre.

Sofia Cristina Sanchez Buchala: Estudante de Direito na USP (conclusão prevista para 2026), pesquisadora na área de Direito Internacional e Direito do Comércio Internacional e intercambista no Center for Transnational Legal Studies (CTLs), em parceria com Georgetown University e King's College London.

SUMÁRIO

O conceito de poder de controle segundo a análise de três juristas que o direito societário brasileiro jamais poderá esquecer: Fábio Konder Comparato, Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira15

Erasmu Valladão Azevedo e Novaes França

Um olhar sobre a Itália: novidades legislativas e debates doutrinários sobre a apresentação de uma lista de candidatos para a eleição do conselho de administração de sociedades anônimas pelos administradores "cessantes"29

Andrea Pontecorvi (Universidade de Palermo)

A reserva de lucros a realizar quando os lucros a realizar excedem o valor do dividendo de distribuição obrigatória73

Giulia Cavallieri Gomides (Universidade de São Paulo), Pedro Teixeira Mendes Parizotto (Universidade de São Paulo)

Aspectos Jurídicos do Media for Equity: análise dos aspectos societários na integralização do capital social de empresas por meio da cessão do direito de uso da imagem91

Luis Pedro Matos França (Universidade de São Paulo), Leonardo de Moraes Salviato (Universidade de São Paulo)

Instituições, incerteza e insolvência: uma análise econômica da eficiência da recuperação judicial no Brasil.....117

Augusto Jorge Siqueira Elias (Instituto Brasileiro de Desenvolvimento, Ensino e Pesquisa)

A racionalidade econômica como critério de interpretação
contratual: conteúdo, âmbito de incidência e aplicação do art. 113,
§1º, V, do Código Civil.....159

Giovanni Martins Morroni (Universidade de São Paulo)

O caso Mary Boone: Opacidade, regulação e reconfiguração do
sigilo contratual no mercado de arte193

Sofia Cristina Sanchez Buchala (Universidade de São Paulo)

A inconstitucionalidade do regime jurídico tributário de IBS e de CBS
relativo aos fundos de investimento em direitos creditórios (FIDCS)
dedicados à liquidação antecipada de recebíveis.....217

Ricardo Alessandro Castagna (CEU), Pedro Terra (Universidade de São Paulo)

Depósito centralizado de valores mobiliários no Brasil: histórico,
regulação e novos entrantes257

*Rodrigo de Abreu Pinto (Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro), Jorge
Luciano de Jesus Aragão (Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro), Lucas
Caminha (Fundação Getúlio Vargas)*

O Direito de Preferência na Reversão da Subsidiária Integral.....301

*Adriano Helena Sasseron (Universidade de São Paulo, São Paulo), Luiz Eduardo
Jodas Siqueira (Université Paris Panthéon Assas, França)*

O DIREITO DE PREFERÊNCIA NA REVERSÃO DA SUBSIDIÁRIA INTEGRAL

Adriano Helena Sasserone⁴⁴² (Universidade de São Paulo, São Paulo)

Luiz Eduardo Jodas Siqueira⁴⁴³ (Université Paris Panthéon Assas, França)

Resumo: a subsidiária integral representa uma exceção à pluralidade de sócios (na medida em que seu único acionista é a sociedade controladora) e revela-se um importante mecanismo empresarial para redução de custos e segregação de riscos em grupos de sociedades. A reversão da subsidiária integral (admissão de novos sócios) ocorre por meio da alienação de ações a terceiros ou aumento de capital subscrito por terceiros. Nesse momento, se desencadeia o direito de preferência dos acionistas da então controladora, previsto no art. 253 da Lei das S.A., permitindo que os acionistas da controladora possam adquirir ou subscrever ações da subsidiária. Contudo, um excesso de proteção do art. 253 para a defesa dos interesses dos acionistas minoritários da sociedade controladora pode acabar desestimulando negócios legítimos e que seriam positivos para o interesse da sociedade controladora, sobretudo em reorganizações societárias. Dessa forma, faz-se impositiva uma análise crítica da aplicação do direito de preferência do art. 253, levando em consideração a dinâmica de funcionamento da subsidiária integral, em consonância com os interesses em disputa.

Palavras-chave: sociedade anônima; direito de preferência; subsidiária integral; pluralidade de sócios; art. 253 da Lei das S.A.

442 Doutorando e Mestre em Direito Comercial pela USP. Master em Finanças Corporativas e Controladoria pela EESP - FGV. Advogado em São Paulo.

443 Bacharel em Direito pela SP (2019). Master en Droit (Contentieux, Arbitrage et Modes Amiables de Résolution des Différends) pela Université-Paris-Panthéon-Assas, França (2023). Mestre em Direito Comercial pela USP (2025). Advogado em São Paulo.

Abstract: the wholly-owned subsidiary represents an exception to the plurality of shareholders (since its sole shareholder is the controlling company) and serves as an important business mechanism for reducing costs and segregating risks within corporate groups. The reversal of the wholly-owned subsidiary (admission of new shareholders) occurs through the sale of shares to third parties or a capital increase subscribed by third parties. At this moment, the right of first refusal of the shareholders of the controlling company is triggered, as provided in Article 253 of the Corporations Law, allowing the controlling company's shareholders to acquire or subscribe shares of the subsidiary. However, excessive protection under Article 253 for the interests of minority shareholders of the controlling company may end up discouraging legitimate transactions that would be beneficial to the controlling company, especially in corporate reorganizations. Therefore, a critical analysis of the application of the right of first refusal under Article 253 is necessary, considering the operational dynamics of the wholly-owned subsidiary and the interests at stake.

Keywords: corporation; preemptive rights; wholly owned subsidiary; multiple shareholders; Article 253 of the Brazilian Corporations Law.

Sumário: 1. Introdução. 2. Subsidiária Integral: Exceção ao Princípio da Pluralidade de Sócios? 2.1. Características. 2.2. Funções Desempenhadas pela Sociedade Subsidiária Integral. 2.3. Constituição da Subsidiária Integral. 2.4. Conclusão Parcial. 3. Reversão em Sociedade Pluripessoal e o Direito de Preferência do art. 253. 3.1. Natureza e Mecânica do Direito de Preferência. 3.2. Aplicação do Direito de Preferência. 3.3. Exceções ao Art. 253. 4. Conclusão e Leitura Crítica do Art. 253. 5. Bibliografia.

1. INTRODUÇÃO

A sociedade subsidiária integral é um mecanismo *sui generis* da legislação societária. Trata-se de uma exceção à regra da pluralidade de sócios na medida em que sua única acionista é a sociedade controladora. A subsidiária, ao mesmo tempo que desempenha um relevantíssimo papel na organização dos grupos societários, desperta inúmeros questionamentos nos momentos de sua reversão a uma sociedade com pluralidade de sócios, sobretudo em relação à aplicação do direito de preferência, extensível aos sócios de sua controladora, previsto no art. 253 da Lei nº 6.404/76 (“Lei das S.A.”)⁴⁴⁴.

Neste artigo serão analisados, em um primeiro momento, os aspectos mais relevantes para a compreensão da sociedade subsidiária integral: em que medida ela representa uma exceção ao princípio da pluralidade de sócios, suas características, quem pode ser sua controladora, como é constituída e quais as funções por ela desempenhadas. A partir dessas noções, será analisada a reversão da sociedade subsidiária integral em uma sociedade com pluralidade de sócios, além de como deve ser aplicado o direito de preferência previsto no art. 253, em quais casos de aplica, de que forma e em quais casos sua aplicação deve ser excepcionada.

Dessa maneira, o que pretende o presente artigo é realizar uma análise crítica da aplicação do direito de preferência do art. 253, levando em consideração a dinâmica de funcionamento da subsidiária integral, quais interesses estão em disputa quando esse direito é discutido e qual é a melhor forma de protegê-los.

⁴⁴⁴ Todas as referências a dispositivos legais que não forem aqui especificadas, referem-se à Lei das S.A.

2. SUBSIDIÁRIA INTEGRAL: EXCEÇÃO AO PRINCÍPIO DA PLURALIDADE DE SÓCIOS?

A unipessoalidade é uma exceção ao princípio societário da pluralidade de sócios. Essa situação se verifica em hipóteses muito específicas previstas pelo Código Civil, Lei das S.A. e Estatuto Jurídico da Empresa Pública. A sociedade subsidiária integral, objeto do presente estudo, constitui uma dessas exceções.

A empresa pública, cujo capital é integralmente detido por um ente federado⁴⁴⁵, representa muito mais a excepcional situação do capital exclusivamente público do que uma exceção à pluralidade de sócios⁴⁴⁶.

A Lei das S.A., por sua vez, contém apenas duas exceções ao princípio da pluralidade de sócios: a subsidiária integral (art. 251) e a unipessoalidade superveniente (art. 206, I, 'd'⁴⁴⁷)⁴⁴⁸. Esta última hipótese é reconhecida como sendo uma situação meramente transitória, já que a própria Lei das S.A. exige o reestabelecimento da pluralidade de sócios no intervalo entre a assembleia geral ordinária em que foi constatada a unipessoalidade e a do ano seguinte. Não sendo reestabelecida a pluralidade, a sociedade será dissolvida de pleno direito.

445 Art. 3º da Lei nº 13.303/2016: “Empresa pública é a entidade dotada de personalidade jurídica de direito privado, com criação autorizada por lei e com patrimônio próprio, cujo capital social é integralmente detido pela União, pelos Estados, pelo Distrito Federal ou pelos Municípios.”

446 PIMENTA, E. G. Sociedade subsidiária integral. In: BOTREL, S. (coord.). *Direito Societário: análise crítica*. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 339.

447 “Art. 206. Dissolve-se a companhia: I - de pleno direito: (...) d) pela existência de 1 (um) único acionista, verificada em assembléia-geral ordinária, se o mínimo de 2 (dois) não for reconstituído até à do ano seguinte, ressalvado o disposto no artigo 251.”

448 NASCIMENTO; J. P. B. do; PINHEIRO, P. A. C. O direito de preferência no artigo 253 da Lei nº 6.404/76. In: NASCIMENTO; J. P. B. do. *Temas de Direito Empresarial, Direito Societário, Mercado de Capitais e Direito da Insolvência*. São Paulo: Quartier Latin, 2022, p. 224.

A subsidiária integral sempre foi tratada pela doutrina como uma situação “absolutamente excepcional”⁴⁴⁹. Isso porque não representa uma exceção temporária, mas contínua ao princípio da pluralidade de sócios, sendo, inclusive, chamada de “sociedade unipessoal permanente”⁴⁵⁰ (em oposição à hipótese do art. 206, I, ‘d’), representando a exceção mais importante ao referido princípio. Até pouco tempo atrás, podia ser descrita como “único exemplo de sociedade unipessoal privada e sem prazo legalmente determinado”⁴⁵¹. O Código Civil, contudo, criou outras exceções a essa regra.

Recentemente, a Lei nº 12.441/2011 havia introduzido o art. 980-A⁴⁵² no Código Civil, criando a Empresa Individual de Responsabilidade Limitada (EIRELI), uma nova modalidade de entidade de direito privado com um único titular, permitindo a ela o desenvolvimento de uma atividade empresarial com responsabilidade limitada⁴⁵³. Essa modalidade assemelhava-se a uma sociedade unipessoal⁴⁵⁴. Entretanto, esse novo ente de direito privado foi pouco utilizado⁴⁵⁵.

Em seu lugar, a chamada Lei de Liberdade Econômica (Lei nº 13.874/2019), instituiu o §2º ao art. 1.052 do Código Civil, criando a

449 FRANÇA, E. V. A. e N. Legitimação do sócio da sociedade controladora para pleitear a anulação de assembleia da controlada subsidiária integral. In: *Invalidez das Deliberações de Assembleia das S/A e Outros Escritos sobre o Tema da Invalidez das Deliberações Sociais*, 2ª ed. São Paulo: Malheiros, 2017, p. 244.

450 CARVALHOSA, M. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, vol. IV, t. II, 5ª ed. São Paulo: Saraiva, 2014, p. 161.

451 PIMENTA, E. G. Sociedade subsidiária integral. In: BOTREL, S. (coord.). *Direito Societário: análise crítica*. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 339.

452 “Art. 980-A. A empresa individual de responsabilidade limitada será constituída por uma única pessoa titular da totalidade do capital social, devidamente integralizado, que não será inferior a 100 (cem) vezes o maior salário-mínimo vigente no País.”

453 ZAVA DE FARIA, M. Empresa individual de responsabilidade limitada (EIRELI) como mecanismo de efetivação do princípio da livre-iniciativa. In: *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, vol. 79/2018, p. 143-168, Jan-Mar/2018, p. 152 e ss.

454 De acordo com o Enunciado 3 da I Jornada de Direito Comercial promovida pelo Conselho da Justiça Federal a “*Empresa Individual de Responsabilidade Limitada – EIRELI não é sociedade unipessoal, mas um novo ente, distinto da pessoa do empresário e da sociedade empresária*”.

455 Dentre os principais motivos pode-se apontar a má técnica legislativa empregada, mas principalmente a exigência de elevado valor para capital social mínimo (100 vezes o salário-mínimo). Não por acaso, a EIRELI foi revogada pela Lei nº 14.382/2022.

sociedade limitada unipessoal, tornando a unipessoalidade societária, ao menos para o caso das sociedades limitadas, uma realidade mais ampla no direito brasileiro⁴⁵⁶.

Como se vê, portanto, as novas modalidades do Código Civil criaram efetivas exceções ao princípio da pluralidade de sócios. É nesse contexto que a sociedade subsidiária integral deve ser analisada, isto é, em que medida representa efetivamente uma exceção a esse princípio. Erasmo Valladão entende que a excepcionalidade da subsidiária integral é mitigada, já que o único acionista da subsidiária, sendo necessariamente uma pessoa jurídica⁴⁵⁷, tem mais de um sócio⁴⁵⁸ (com exceção, evidentemente, das novas sociedades limitadas unipessoais).

Em todo caso, é inegável que a subsidiária integral representa uma exceção à pluralidade de sócios e o reconhecimento dessa situação traz consigo consequências relevantes, ligadas sobretudo à função econômico-social desempenhada pela subsidiária integral à sociedade controladora, como ainda será abordado adiante.

2.1 CARACTERÍSTICAS

Como visto, a primeira e principal característica da sociedade subsidiária integral é a presença de um único acionista. A subsidiária deve necessariamente se revestir sob a forma de uma sociedade anônima. Já a sua controladora, pode se revestir de outros tipos societários além da sociedade anônima (como uma sociedade limitada),

456 CARNEIRO FILHO, L. I. A nova sociedade limitada unipessoal. In: *Revista dos Tribunais*, vol. 1013/2020, p. 227-236, mar/2020, p. 236.

457 O *caput* do art. 251 institui a subsidiária integral tendo como acionista único necessariamente uma sociedade brasileira: “Art. 251. A companhia pode ser constituída, mediante escritura pública, tendo como único acionista sociedade brasileira.”

458 FRANÇA, E. V. A. e N. Legitimação do sócio da sociedade controladora para pleitear a anulação de assembleia da controlada subsidiária integral. In: *Invalidez das Deliberações de Assembleia das S/A e Outros Escritos sobre o Tema da Invalidez das Deliberações Sociais*, 2ª ed. São Paulo: Malheiros, 2017, p. 245.

mas não pode ser uma pessoa física⁴⁵⁹. Essa distinção é explicada pela doutrina em razão do emprego das diferentes expressões “companhia” e “sociedade”, pelo *caput* do art. 251 da Lei das S.A., para se referir à subsidiária integral e à controladora, respectivamente.

Esse dispositivo faz a ressalva de que a controladora seja uma “sociedade brasileira”, ou seja, uma sociedade constituída de acordo com as leis brasileiras. O intuito manifestado na Exposição de Motivos da Lei foi impedir que a subsidiária ficasse subordinada ao interesse de sociedade estrangeira. No entanto, nada impede que a sociedade controladora seja, por sua vez, controlada por acionistas estrangeiros⁴⁶⁰.

Sobre o tema, discute-se a possibilidade de reconhecimento de uma sociedade subsidiária integral mesmo diante da presença de mais de um sócio, quando um deles detém a quase totalidade das ações, que seria denominada uma subsidiária “substancialmente” integral⁴⁶¹.

A caracterização ou não de uma sociedade como subsidiária integral é especialmente relevante para o reconhecimento do direito de preferência do art. 253 da Lei das S.A., que será objeto do capítulo seguinte deste estudo. Em todo caso, adiante-se que Eizirik endossa o entendimento da CVM e filia-se a uma visão formal da subsidiária integral, já que o “conceito de subsidiária integral não dá margem a qualquer outra interpretação que permita concluir que a companhia com mais de 1 (um) acionista possa ser classificada como subsidiária integral”⁴⁶².

O reconhecimento de que a sociedade só é uma subsidiária integral justamente por ter um único sócio traz, como consequência

459 *Ibid.*, p. 245; e EIZIRIK, N. *A Lei das S/A Comentada*, vol. IV, 3ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 330.

460 EIZIRIK, N. *A Lei das S/A Comentada*, vol. IV, 3ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 330.

461 SOUZA, L. M. de. Subsidiária substancialmente integral e o direito de preferência do art. 253 da lei de sociedade por ações. *In*: Revista CEJ, Brasília, Ano XX, n. 68, p. 99-107, jan./abr. 2016.

462 EIZIRIK, N. *A Lei das S/A Comentada*, vol. IV, 3ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 327.

mais importante, a ausência de acionistas minoritários – essa característica está diretamente ligada à função desempenhada pela subsidiária e será explorada a seguir.

Destaque-se antes que, segundo Comparato, a inexistência de acionistas não controladores tem duas consequências políticas importantes internamente à subsidiária integral⁴⁶³. Em primeiro lugar, não seria mais um problema a obtenção do consentimento unânime dos acionistas, que ainda é exigido pela Lei das S.A. para a mudança de nacionalidade da companhia (art. 300) e para sua transformação, quando não há previsão estatutária nesse sentido (art. 221). Ademais, com o desaparecimento da contraposição entre maioria e minoria e o surgimento de um controle totalitário, perderiam totalmente a eficácia todas as regras para regular conflito de interesses entre sócios⁴⁶⁴.

Essas duas “vantagens” do controlador obtidas pela ausência de minoritários estão presentes nas subsidiárias integrais não apenas pela ausência de minoritários, mas pela própria ausência de outros sócios além da controladora.

2.2 FUNÇÕES DESEMPENHADAS PELA SOCIEDADE SUBSIDIÁRIA INTEGRAL

A subsidiária integral cumpre um relevantíssimo papel para a formação de projetos e de *profit centers*⁴⁶⁵ dentro dos grupos societários, ou seja, permite o desenvolvimento de projetos específicos com prazo e escopos definidos, a partir de divisões dentro da empresa⁴⁶⁶.

463 COMPARATO, F. K.; SALOMÃO FILHO, C. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, 6ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 44-46.

464 A partir de uma concepção diversa de conflito de interesses, Salomão Filho questiona essa afirmação de Comparato, argumentando que o art. 115 da Lei das S.A. continuaria aplicável diante da possibilidade de conflito de interesses entre o sócio único e a sociedade, *Ibid.*, p. 45.

465 CARVALHOSA, M. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, vol. IV, t. II, 5ª ed. São Paulo: Saraiva, 2014, p. 164.

466 EIZIRIK, N. *A Lei das S/A Comentada*, vol. IV, 3ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 329.

Como ensina Pimenta, a formação de uma subsidiária integral tem maiores custos *ex ante* do que a aquisição do controle de outra sociedade, já que nesse caso o investimento será menor na medida em que basta a aquisição de metade mais uma das ações com direito de voto. Entretanto, a subsidiária integral tem como vantagem justamente um baixo custo *ex post*. Essa vantagem decorre, basicamente, da redução a zero dos custos de agência relacionados à existência de uma minoria societária⁴⁶⁷.

A diminuição dos custos com a minoria societária se dá, em síntese, porque se eliminam os custos inerentes à manutenção e ao cumprimento de direitos essenciais, como o dividendo mínimo obrigatório dos acionistas, garantia de participação nos órgãos sociais (como no conselho de administração e no conselho fiscal), exercício do direito recesso⁴⁶⁸, etc.⁴⁶⁹ Além disso, há a diminuição do risco de ações temerárias contra administradores ou contra a própria sociedade controladora, pelo menos no âmbito da própria subsidiária integral, já que os acionistas da controladora ainda detêm legitimidade para agir contra a subsidiária, como no caso de desrespeito do direito de preferência⁴⁷⁰.

Outra vantagem ligada ao fato de a controladora ser a única sócia é que, por ter o controle exclusivo, tem maior proteção das suas informações gerenciais, negociais e tecnológicas e facilitar ações

467 PIMENTA, E. G. Sociedade subsidiária integral. In: BOTREL, S. (coord.). *Direito Societário: análise crítica*. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 349.

468 Segundo Salomão Filho, não haveria mais aplicação as normas que disciplinam o direito de recesso, pois não há nas subsidiárias integrais divergência em decisões tomadas por maioria, COMPARATO, F. K.; SALOMÃO FILHO, C. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, 6^a ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 45.

469 PIMENTA, E. G. Sociedade subsidiária integral, parcerias empresariais e custos da minoria societária. In: WALD, A.; GONÇALVES, F.; SOARES DE CASTRO, M. A. (coord.); FREITAS, B. V.; CARVALHO, M. T. M. de (org.). *Sociedades Anônimas e Mercado de Capitais: homenagem ao prof. Osmar Brina Corrêa-Lima*. São Paulo, Quartier Latin, 2011, p. 574 e ss.

470 FRANÇA, E. V. A. e N. Legitimação do sócio da sociedade controladora para pleitear a anulação de assembleia da controlada subsidiária integral. In: *Invalidez das Deliberações de Assembleia das S/A e Outros Escritos sobre o Tema da Invalidez das Deliberações Sociais*, 2^a ed. São Paulo: Malheiros, 2017, p. 248.

estratégicas⁴⁷¹, já que ela poderá utilizar a subsidiária para realização de uma atividade que envolva, por exemplo, segredo industrial ou necessidade de autorização específica.

A subsidiária integral permite, ainda, a segregação de risco de uma atividade específica em uma pessoa jurídica com patrimônio próprio e responsabilidade limitada, já que as atividades por ela desempenhadas ficam adstritas ao seu próprio patrimônio, sem qualquer envolvimento, em princípio, do patrimônio da sua sociedade controladora⁴⁷². Ou seja, em razão da existência de diferentes sociedades e diferentes personalidades jurídicas, permite-se “a diversificação das atividades da controladora sem ampliação do risco”. Essa vantagem não se verifica, por exemplo, no caso de reorganizações societárias, já que haveria o desaparecimento da pessoa jurídica e a sucessão universal pela controladora⁴⁷³.

Como se vê, portanto, em razão das particulares características da subsidiária integral, isto é, a existência de um único sócio (sua controladora), a subsidiária desempenha funções econômicas específicas e relevantes.

2.3 CONSTITUIÇÃO DA SUBSIDIÁRIA INTEGRAL

A sociedade subsidiária integral pode ser criada de três formas: (i) constituição mediante escritura pública (art. 251, *caput*); (ii) aquisição da totalidade das ações de sua emissão (art. 251, §2º); ou (iii) incorporação de ações (art. 252). A primeira delas pode ser classificada

471 PIMENTA, E. G. Sociedade subsidiária integral. In: BOTREL, S. (coord.). *Direito Societário: análise crítica*. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 351.

472 Quanto a isso, deve-se apontar para a profícua análise empreendida por Ascarelli na relação entre concentração das ações em um único sócio e a possibilidade de responsabilidade deste acionista pelos passivos da sociedade, ASCARELLI, T. *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*, 1ª ed. Campinas: Bookseller, 2001, p. 201-208.

473 PIMENTA, E. G. Sociedade subsidiária integral. In: BOTREL, S. (coord.). *Direito Societário: análise crítica*. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 351-352.

como criação *originária* e as duas últimas modalidades como criações *derivadas*⁴⁷⁴.

Na criação originária, parcela do patrimônio da sociedade controladora é destacada e dará origem à subsidiária integral e esta passará a ser sua única acionista⁴⁷⁵. De acordo com o art. 251, *caput*, a criação da subsidiária integral deve ocorrer mediante escritura pública. Já em relação à constituição derivada, seja no caso da aquisição de todas as ações, seja com a incorporação de ações, uma sociedade com dois ou mais sócios se converte em uma subsidiária ao longo de sua existência e passa a ter um único sócio (a sociedade que se converteu em sua controladora e única acionista)⁴⁷⁶.

Ainda em relação à constituição derivada, a doutrina discute a respeito da necessidade ou não da formalização para a conversão de sociedade em subsidiária integral, tendo em vista um suposto conflito de normas aparente entre o art. 251, § 1º, e o art. 206, I, d. A corrente minoritária defende que a subsidiária integral constitui situação de direito (e não de fato); assim, na ausência de um ato formal, a unipessoalidade de sócios seria provisória, já que não haveria uma presunção de existência de uma subsidiária pela mera detenção de todas as ações por único acionista⁴⁷⁷.

A corrente majoritária, contudo, entende que a aquisição ou incorporação de todas as ações evidencia a intenção da sociedade controladora em constituir uma subsidiária integral, além do fato de a Lei das S.A. não prever nenhum requisito adicional para a constituição da subsidiária integral nesses casos⁴⁷⁸.

474 EIZIRIK, N. *A Lei das S/A Comentada*, vol. IV, 3ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 330-331.

475 PIMENTA, E. G. Sociedade subsidiária integral. In: BOTREL, S. (coord.). *Direito Societário: análise crítica*. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 339.

476 *Ibid.*, p. 340.

477 CARVALHOSA, M. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, vol. IV, t. II, 5ª ed. São Paulo: Saraiva, 2014, p. 162.

478 NASCIMENTO, J. P. B. do; PINHEIRO, P. A. C. O direito de preferência no artigo 253 da Lei nº 6.404/76. In: NASCIMENTO, J. P. B. do. *Temas de Direito Empresarial, Direito Societário, Mercado de Capitais e Direito da Insolvência*. São Paulo: Quartier Latin, 2022, p. 224-226; e EIZIRIK, N. *A Lei das S/A Comentada*, vol. IV, 3ª ed. São Paulo: Quartier

Essa posição parece ser a mais acertada na medida em que a detenção de todas as ações por um sócio que não seja uma sociedade brasileira, não poderia representar uma subsidiária e levaria necessariamente à dissolução da sociedade. Sendo uma sociedade brasileira a detentora de todas as ações mediante a aquisição ou incorporação, a situação de fato a ser reconhecida é a constituição de uma sociedade subsidiária integral.

3. REVERSÃO EM SOCIEDADE PLURIPESSOAL E O DIREITO DE PREFERÊNCIA DO ART. 253

A sociedade subsidiária integral, no entanto, não está fadada à unipessoalidade enquanto existir. Pelo contrário, a Lei das S.A. previu expressamente que poderão ser nela admitidos novos acionistas, fato que reestabelecerá a sua pluripessoalidade e trará de volta todas as características inerentes a essa qualidade. Esse processo é denominado “reversão” da subsidiária integral.

Há dois caminhos para essa reversão: (i) a alienação da integralidade ou de parte das ações de emissão da subsidiária integral pela sociedade controladora a um terceiro; ou (ii) a realização de um aumento de capital da subsidiária integral com a subscrição parcial ou integral das novas ações a serem emitidas por um terceiro.

A despeito de a Lei das S.A. ter sido econômica no desenho da disciplina jurídica das subsidiárias integrais⁴⁷⁹, o momento da sua reversão mereceu um tratamento específico. O art. 253 prevê que, na proporção das ações que possuírem no capital social da controladora, os seus acionistas terão o direito de preferência para (i) adquirir as ações que seriam alienadas pela sociedade controladora a terceiro e (ii) subscrever as ações da subsidiária integral no seu aumento de capital

Latin, 2021, p. 331. Na jurisprudência da CVM, *cf.* o voto do Dir. Eli Loria no Caso Lightger.

479 Por exemplo, não foi previsto expressamente nenhuma alteração no funcionamento dos órgãos sociais da subsidiária ou nos direitos dos acionistas se comparado com os de uma sociedade pluripessoal.

que seriam oferecidas à subscrição de terceiro. O pressuposto da norma, portanto, é que está em curso uma operação com um terceiro e que, antes dela poder ser consumada e este possa ingressar nos quadros da subsidiária, devem ser estendidas as mesmas condições contratadas aos acionistas da controladora.

Essa preocupação do legislador está alinhada com um dos riscos que advêm do princípio da unidade de gestão sobre uma pluralidade de sociedades formalmente autônomas, característico dos grupos societários – qual seja, o risco de “opressão dos sócios ou acionistas não-controladores”⁴⁸⁰ das sociedades grupadas.

Como a interface entre a sociedade controladora e a subsidiária integral se dá primordialmente por meio da atuação da administração da controladora, que tem sua maioria eleita pelo acionista controlador indireto do grupo, os acionistas minoritários da sociedade controladora sofrem as consequências indiretas de decisões tomadas em níveis do grupo de fato sobre os quais eles têm pouca influência e transparência.

Dito de outra forma, dada a estrutura do grupo societário de fato, as decisões sobre a atividade social das sociedades subsidiárias (inclusive as que implicam uma alteração estrutural da subsidiária, como as de aumentos de capital, alienação de ativos e envolvimento em reorganizações societárias) são tomadas sem a participação dos minoritários que, ainda assim, estão sujeitos aos seus efeitos mediatos na sociedade controladora⁴⁸¹. Por isso mesmo, eles também são chamados de acionistas “externos”.

Uma das formas expressamente utilizadas pelo legislador societário para minimizar esse risco de que a subsidiária integral possa servir de “instrumento para prejudicar acionistas minoritários

480 COMPARATO, F. K. Os grupos societários na Nova Lei de Sociedades por Ações. In: *Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1978, p. 196.

481 Analisando esse risco, cf. YAZBEK, O. O direito de preferência da admissão de novos sócios em subsidiária integral: interpretação, limites e fragilidades do regime legal. In: CANTIDIANO, M. L.; MUNIZ, I.; CANTIDIANO, I. (Coord.) *Sociedades Anônimas, Mercado de Capitais e Outros Estudos – Homenagem a Luiz Leonardo Cantidiano*, vol. II. São Paulo: Quartier Latin, 2019, pp. 287-289.

da companhia controladora”⁴⁸² foi justamente a concessão do referido direito de preferência na reversão da subsidiária integral.

Ao que tudo indica, a tutela do minoritário consistiria em evitar que sua participação indireta na subsidiária integral – que se dá mediatamente por meio da sociedade controladora – pudesse ser “esvaziada”, seja por sua diminuição na alienação para terceiro, seja por sua diluição relativa pelo aumento de capital subscrito por terceiro. Esse objetivo é atingido ao se dar ao próprio acionista da controladora a oportunidade de manter a proporção da sua exposição à atividade exercida pela subsidiária integral, só que agora diretamente. Dessa maneira, seriam minimizados quaisquer desvirtuamentos de direitos políticos e patrimoniais que eventualmente decorressem da perda da unipessoalidade⁴⁸³.

A lógica desse direito decorre da típica estruturação dos grupos de fato, nos quais são concentradas as atividades operacionais do grupo (e, conseqüentemente, geradoras de caixa e de resultado) nas subsidiárias diretas e indiretas da sociedade controladora. Diante disso, a reversão das subsidiárias integrais poderia significar o alijamento do minoritário de parte importante da atividade econômica do grupo, o que justificaria o direito de preferência e a possibilidade de que os minoritários mantenham sua exposição a tais operações.

3.1 NATUREZA E MECÂNICA DO DIREITO DE PREFERÊNCIA

Ao invés de conceber uma mecânica nova para tutelar o acionista da sociedade controladora na situação específica da reversão da subsidiária integral, o legislador aproveitou-se de um instrumento já há muito utilizado no direito societário para viabilizar a manutenção

482 Nas palavras utilizadas na Exposição de Motivos nº 196, de 24 de junho de 1976, do projeto de lei que viria a se tornar a Lei das S.A.

483 WAISBERG, I. Discussão sobre o direito de preferência previsto no art. 253 – PAS CVM RJ 2010/9078. In: BORBA, G. T.; BORBA, R. T.; ALMEIDA, J. G. A. de (Org.). *Comissão de Valores Mobiliários – Precedentes Comentados*. Rio de Janeiro: Forense, 2021, p. 10.

da posição proporcional do acionista na sociedade da qual é sócio: o direito de preferência.

Como constatado por Yazbek, o art. 253 não inova ao criar um instrumento inédito ou mesmo ao alterar radicalmente o regime jurídico do direito de preferência, ele apenas concebe uma nova hipótese de incidência distinta daquelas previstas no art. 171 – o que se depreende do disposto no parágrafo único do próprio art. 253⁴⁸⁴. Dessa maneira, a disciplina geral prevista no art. 171 para a preferência na subscrição de aumento de capital deve ser aplicada “no que couber” à preferência na reversão da subsidiária integral.

Por exemplo, assim como ocorreria no direito de preferência em um aumento de capital na sociedade controladora, (a) deve a sociedade controladora decidir sobre o tratamento dado a eventuais sobras de ações não subscritas ou adquiridas e sobre os procedimentos aplicáveis para que os seus acionistas efetuem a subscrição ou a aquisição das ações; e (b) as ações que forem oferecidas aos acionistas da sociedade controladora em assembleia geral dela especialmente convocada para esse fim e não forem eventualmente subscritas ou adquiridas, conforme o caso, poderão sê-lo por terceiros nos mesmos termos e condições oferecidos aos acionistas (art. 171, §§ 7º e 8º)⁴⁸⁵.

A despeito disso, deve se ressaltar a natureza especial desse direito e a sua excepcionalidade no sistema da sociedade anônima criado pela Lei das S.A.: se, por um lado, o direito de preferência na reversão é de titularidade do acionista da sociedade controladora, por outro, ele incide sobre as ações da subsidiária integral, sociedade da qual ele não é acionista e não está ligado, se não indiretamente por meio da própria controladora. Mais do que isso, utiliza-se a proporção da participação do acionista no capital social da controladora para a

484 YAZBEK, O. O direito de preferência da admissão de novos sócios em subsidiária integral: interpretação, limites e fragilidades do regime legal. In: CANTIDIANO, M. L.; MUNIZ, I.; CANTIDIANO, I. (Coord.) *Sociedades Anônimas, Mercado de Capitais e Outros Estudos – Homenagem a Luiz Leonardo Cantidiano*, vol. II. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 294.

485 EIZIRIK, N. *A Lei das S/A Comentada*, vol. IV, 3ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 357.

quantificação do referido direito⁴⁸⁶. Ele é, portanto, verdadeiro direito próprio do acionista da sociedade controladora incidindo sobre outra sociedade como se acionista dela fosse.

Diante disso, tem-se que o acionista da controladora, como beneficiário desse direito de preferência, sofrerá prejuízo direto caso seja ilegalmente privado dele – do que se conclui, por exemplo, que o acionista é legitimado direto para promover ação de anulação das deliberações assembleares que aprovaram e homologaram o aumento de capital da subsidiária integral em seu prejuízo⁴⁸⁷.

O art. 253 cria um mecanismo de “*pass through*”⁴⁸⁸, ou seja, despreza-se pontualmente os limites atributivos impostos pela personalidade jurídica da subsidiária integral para alcançar pessoas que não são seus acionistas e transpor direitos que estariam restritos à subsidiária em prol da tutela de seus interesses. Estabelece-se uma relação direta entre acionista da sociedade controladora e a subsidiária integral.

Esse tratamento é contrário ao regime geral que a Lei das S.A. concedeu aos grupos de fato, isto é, o de reconhecimento da independência jurídica e patrimonial de cada uma das sociedades, independentemente da sua direção única sob um controlador. Ao contrário, na disciplina da reversão da subsidiária integral, a Lei das S.A. reconheceu efeitos à empresa plurissocietária em sua totalidade e que extrapolam a autonomia formal e absoluta de cada uma das

486 TEIXEIRA, E. L.; GUERREIRO; J. A. T. *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*, vol. 2. São Paulo: Bushatsky, 1979, p. 731.

487 A conclusão é do Prof. Erasmo Valladão, para quem “[s]eria um absurdo que, ao mesmo tempo, a lei lhe negasse a legitimação para agir no caso de desrespeito ao direito de preferência que ela própria lhe concede”, FRANÇA, E. V. A. e N. Legitimação do sócio da sociedade controladora para pleitear a anulação de assembleia da controlada subsidiária integral. In: *Invalidade das Deliberações de Assembleia das S/A e Outros Escritos sobre o Tema da Invalidade das Deliberações Sociais*, 2ª ed. São Paulo: Malheiros, 2017, p. 248.

488 Termo utilizado por Comparato no contexto da disciplina dos grupos societários para argumentar que, diante da inexistência da assembleia geral da subsidiária integral, as decisões que seriam de sua competência deveriam ser tomadas pela assembleia geral da sociedade controladora, COMPARATO, F. K. Os grupos societários na Nova Lei de Sociedades por Ações. In: *Ensaio e Pareceres de Direito Empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1978, p. 211.

sociedades integrantes do grupo – ainda que ela prepondere em outros momentos⁴⁸⁹.

3.2 APLICAÇÃO DO DIREITO DE PREFERÊNCIA

Em nenhuma outra passagem a lei foi tão “desnorteadoramente”⁴⁹⁰ específica e criou alguma regra que sujeite a alienação de qualquer outro componente do ativo da companhia, independentemente da sua qualidade ou valor, ao direito de preferência de seus acionistas. Isso nem mesmo, por exemplo, no caso de alienação para terceiros das ações de emissão da própria sociedade controladora que estejam em sua tesouraria ou na alienação direta de ativos operacionais a terceiros - ainda que os efeitos práticos desses casos sejam similares à reversão da subsidiária integral com relação ao que a norma pretende tutelar.

Assim, o direito de preferência na reversão de subsidiária integral deve ser aplicado e interpretado de forma excepcional e restritiva, de forma a não onerar indevidamente a sociedade controladora dos grupos societários de fato. Essa, aliás, é uma das linhas mestras da jurisprudência da CVM, que, neste assunto, dá primazia para a interpretação formal do dispositivo em lugar de uma interpretação substancial e mais abrangente⁴⁹¹.

489 “Trata-se de direito próprio, exercido por acionista na esfera da sociedade controladora. Com efeito, o acionista único da subsidiária é a companhia e não os seus acionistas. Trata-se, portanto, de um direito *sui generis* de exercício de direito sobreposto ao do titular direto das ações da subsidiária. Mais do que isso, o direito de preferência será exercido pelo acionista da controladora na proporção da sua participação no capital desta, como de resto não poderia ser diferente. Não obstante, o princípio da absoluta autonomia entre as pessoas jurídicas da controladora e da subsidiária não é afetado por essa transposição de direitos.” CARVALHOSA, M. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, vol. IV, t. II, 5ª ed. São Paulo: Saraiva, 2014, p. 185.

490 Advérbio empregado pelo Dir. Luiz Antonio de Sampaio Campos em sua manifestação de voto proferida no contexto do Processo CVM nº RJ2004/3666, Rel. SEP, j. em 24.06.04.

491 “No entanto, no caso específico dos artigos 251 a 253 da Lei nº 6.404/76, uma interpretação formal e restritiva parece ser mais adequada. Isto porque a sociedade unipessoal é um regime de exceção no sistema jurídico nacional. Em regra, no direito societário brasileiro, são necessárias, ao menos, duas pessoas, naturais ou jurídicas,

Isto posto, nas seções seguintes analisaremos os principais casos de aplicação do direito de preferência do art. 253.

3.2.1 SUBSIDIÁRIA “SUBSTANCIALMENTE” INTEGRAL

Como visto, a unipessoalidade é a principal característica da subsidiária integral e dela decorrem diversas consequências que não estão presentes na sociedade cujo controle é quase totalitário, mas nas quais ainda existe alguma pluralidade acionária (por exemplo, a possibilidade de exercício de direitos de minoria, o bloqueio da aprovação de deliberações que necessitam de deliberação unânime dos acionistas etc.).

No entanto, diante do histórico tratamento da unipessoalidade no direito brasileiro como um regime de excepcionalidade (e que está sendo flexibilizado), é muito comum na prática brasileira encontrar sociedades com elevada concentração acionária e poucos acionistas, com um deles concentrando quase totalidade das ações e os demais tendo algum tipo de vinculação ao acionista quase totalitário. Conforme descrito na exposição de motivos da Lei das S.A., o regime da subsidiária integral foi, inclusive, pensado para dar tratamento jurídico adequado a este “fato diário”⁴⁹².

Um primeiro problema ligado ao regime do art. 253 é justamente como encarar a subsidiária “substancialmente” integral e se o seu caráter pluripessoal deve ou não ser ignorado diante da extrema concentração acionária e da vinculação entre os acionistas, o que demonstraria a presença de um único interesse econômico dentre os acionistas. Parece-nos que a resposta é negativa.

para se formar uma sociedade e se adquirir responsabilidade limitada.” Voto da Dir. Luciana Dias no PAS CVM nº RJ2010/9078, Rel. Dir. Luciana Dias, j. em 25.10.11 (“Caso Concórdia”).

492 “A companhia que tem por único acionista outra sociedade brasileira é expressamente admitida e regulada no artigo 252, que dá juridicidade ao fato diário, a que se vêem constrangidas as companhias, de usar ‘homens de palha’ para subscreverem algumas ações, em cumprimento ao requisito formal de número mínimo de acionistas.” Exposição de Motivos nº 196, de 24 de junho de 1976.

Apesar das recentes expansões, o regime da unipessoalidade ainda é uma exceção nas sociedades anônimas e, como tal, deve ter uma aplicação restritiva. A presença de “homens de palha” para o cumprimento do requisito da pluripessoalidade em sociedades limitadas e anônimas é fato notório na realidade brasileira e foi historicamente encarado como uma medida idônea para atingir o objetivo de constituição de uma sociedade com patrimônio separado e responsabilidade limitada.

A própria exposição de motivos da Lei das S.A., ainda que criticamente, reconhece a normalidade desta estrutura acionária e confere uma alternativa a ela: a constituição da subsidiária integral. Se, no caso concreto, os agentes privados ainda assim preferirem constituir uma sociedade plurilateral, não cabe estender-lhes um regime jurídico ao qual eles optaram por não se submeter. Essa organização não é, por si só, um indício de fraude à lei, mas sim o cumprimento de um requisito legal e a viabilização da existência da organização empresarial⁴⁹³.

Comparato é categórico nesse sentido, afirmando que “[p]ode-se e deve-se, pois, distinguir a sociedade unipessoal da companhia, cujo controle se funda em quase completa propriedade acionária, para efeito de aplicação do sistema legal. No segundo caso, ainda que reduzida à mínima expressão, existe sempre uma minoria, potencial ou atual, desde que, bem entendido, a pluralidade de acionistas seja real e não meramente simulada”⁴⁹⁴.

Caso fosse adotada essa interpretação extensiva, grande parte das sociedades brasileiras acabariam sendo transformadas em sociedades substancialmente unipessoais e atraindo para si um regime estranho e potencialmente danoso. Além do óbvio exemplo do art. 253, as sociedades anônimas que tivessem sócios que não fossem

493 WAISBERG, I. Discussão sobre o direito de preferência previsto no art. 253 – PAS CVM RJ 2010/9078. In: BORBA, G. T.; BORBA, R. T.; ALMEIDA, J. G. A. de (Org.). *Comissão de Valores Mobiliários – Precedentes Comentados*. Rio de Janeiro: Forense, 2021, p. 11.

494 COMPARATO, F. K.; SALOMÃO FILHO, C. COMPARATO, F. K.; SALOMÃO FILHO, C. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, 6ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 46.

sociedades brasileiras teriam que enfrentar a insegurança da possível aplicação da dissolução de pleno direito (art. 206, I, 'd').

O Colegiado da CVM tem adotado uma interpretação restritiva na aplicação do art. 253 com relação às sociedades com alta concentração acionária e poucos sócios. Mesmo em casos extremos de existência de clara vinculação entre os poucos acionistas minoritários e o acionista quase totalitário, foi afastada a aplicação gravosa do direito de preferência na reversão da subsidiária integral.

Há dois casos emblemáticos sobre o tema: (i) o da Lightger S.A. cujas ações eram 99,99% de titularidade da Light S.A. e 0,01%, da Light Esco Participações S.A., que era subsidiária integral da mesma Light S.A.⁴⁹⁵; e (ii) o da Concórdia Holding Financeira S.A., que tinha em seu quadro acionário a Sadia S.A. como controladora quase totalitária e outros 3 acionistas pessoas físicas, com 1 ação cada, que eram membros do conselho de administração da Sadia S.A.⁴⁹⁶

É interessante notar que, a despeito da restritividade dessa interpretação, os diretores da CVM sempre apontaram que ela não deveria ser adotada cegamente e deveria ser flexibilizada caso a estrutura acionária tenha sido utilizada com o fim de elidir a aplicação do art. 253. A fundamentação dessa flexibilização varia conforme a

495 “No caso concreto, examinados os requisitos necessários à configuração de uma subsidiária integral, entendo que a Lightger não se enquadra em tal situação, uma vez que o seu capital social se encontra distribuído entre dois acionistas. Ainda que, indiretamente, todas as ações sejam controladas pela mesma pessoa, fato é que a sociedade não satisfaz o requisito da unipessoalidade, que, como mencionei acima, se mostra indispensável à caracterização da subsidiária integral.” Voto do Dir. Eli Loria no Processo CVM nº RJ2010/13425, Rel. Dir. Otavio Yazbek, j. em 29.03.11 (“Caso Lightger”).

496 “Conforme seção anterior, não me parece que a melhor opção regulatória consista na equiparação direta entre sociedades em que se vislumbre controle com quase completa titularidade acionária e sociedades subsidiárias integrais, para efeito da aplicação do art. 253 da Lei nº 6.404/76, conforme sustentado pela SEP no Termo de Acusação. A meu ver, não há como se desconsiderar, a priori, a exigência formal da existência de um único acionista para caracterização da subsidiária integral.” Voto da Dir. Luciana Dias no Caso Concórdia. Um agravante com relação ao segundo caso é que à época ainda vigorava a antiga redação do art. 146 da Lei das S.A. (alterada pela Lei nº 12.431/2011) que obrigava que os conselheiros de administração fossem acionistas da companhia.

argumentação do diretor, havendo quem aponte a fraude a lei, o abuso de direito ou o emprego de artifício⁴⁹⁷.

3.2.2 (IR) RELEVÂNCIA DA ORIGEM DA SUBSIDIÁRIA INTEGRAL

Uma questão central que se coloca na aplicação do art. 253 – que, em grande parte, adveio das discussões na CVM – é se a origem da subsidiária integral importa para a concessão do direito de preferência em sua reversão em sociedade pluripessoal.

Mais especificamente, questiona-se se a aplicação do art. 253 deve ser restrita aos casos em que a subsidiária integral tenha sido constituída de forma derivada, por meio de uma operação de incorporação de ações (que é a operação por meio da qual uma companhia brasileira incorpora a totalidade das ações de uma outra sociedade anônima e, como consequência, a incorporada torna-se subsidiária integral da incorporadora), excluindo-se a aplicação à subsidiária integral constituída de forma originária ou de forma derivada pela aquisição da integralidade das ações.

O entendimento de que o direito de preferência na reversão da subsidiária integral aplica-se só quando ela decorre de incorporação de ações iniciou-se no já citado Caso Lightger e, pouco tempo depois, no Caso Concórdia. Essa posição se consolidou pelo julgamento de diferentes composições do Colegiado da CVM em diferentes casos,

497 Respectivamente, voto da Dir. Luciana Dias no Caso Concórdia; e os votos do Dir. Eli Loria e do Dir. Alessandro Broedel, ambos no Caso Lightger. Esta válvula de escape criada pelos precedentes do Colegiado é fortemente criticada, tendo em vista a insegurança jurídica inerente a esse tipo de posicionamento e a contradição com a posição “formalista” adotada, WAISBERG, I. Discussão sobre o direito de preferência previsto no art. 253 – PAS CVM RJ 2010/9078. In: BORBA, G. T.; BORBA, R. T.; ALMEIDA, J. G. A. de (Org.). *Comissão de Valores Mobiliários – Precedentes Comentados*. Rio de Janeiro: Forense, 2021, p. 15-16.

como o Caso BR Distribuidora⁴⁹⁸ e o Caso JSL⁴⁹⁹. Essa interpretação decorre da visão de que o objetivo do regime do art. 253 não advém propriamente da falta de pluralidade de sócios, mas de duas características intrínsecas à operação de incorporação de ações.

Em primeiro lugar, os acionistas originais da sociedade incorporadora teriam seu direito de preferência suprimido compulsoriamente no aumento de capital integralizado com as ações da incorporada. Essa é uma característica necessária à natureza da incorporação de ações para viabilizar sua ocorrência. Ainda que os antigos acionistas da incorporadora tenham sua participação no capital social proporcionalmente diluída, caso lhes fosse conferido direito de preferência não haveria como a integralidade das ações da sociedade incorporada serem incorporadas e, conseqüentemente, ela não se tornaria uma subsidiária integral da incorporadora.

Adicionalmente, uma vez aprovada a operação por maioria qualificada nas assembleias das duas companhias, tanto os acionistas da incorporadora, quanto os da incorporada são compulsoriamente sujeitos à incorporação de ações independentemente de terem votado favoravelmente a ela. Assim, os primeiros serão necessariamente diluídos e os segundos terão suas ações da incorporada substituídas por ações da incorporadora.

De acordo com esta visão, diante da compulsoriedade da operação e da supressão do direito de preferência, o mecanismo previsto no art. 253 seria uma forma de tutelar os acionistas da sociedade controladora ao devolver-lhes o direito de preferência retirado. Essa concepção se baseia, em parte, em uma leitura imprecisa⁵⁰⁰ da exposição de motivos do projeto do que se tornaria a Lei das S.A.:

498 Processo CVM nº 19957.003452/2016-48, Rel. SEP, j. em 16.08.16 (“Caso BR Distribuidora”), no qual o Colegiado afastou a aplicação do art. 253 no caso em que a companhia se tornou subsidiária integral após uma OPA para cancelamento de registro de companhia aberta com permuta de ações e posterior exercício do resgate compulsório previsto no art. 4º, § 5º, da Lei das S.A.

499 Processo CVM nº 19957.004933/2020-57, Rel. SRE, j. em 11.08.20 (“Caso JSL”).

500 Em contraposição a esta, concordamos com a leitura da Associação de Investidores no Mercado de Capitais - AMEC, segundo a qual, a despeito do que pode parecer pela utilização do termo “em compensação”, a exposição de motivos não está

“A incorporação de ações, regulada no artigo 253 é meio de tornar a companhia subsidiária integral, e equivale à incorporação de sociedade sem extinção da personalidade jurídica da incorporada. A disciplina legal da operação é necessária porque ela implica - tal como na incorporação de uma companhia por outra - em excepcionar o direito de preferência dos acionistas da incorporada de subscrever o aumento de capital necessário para efetivar a incorporação. Em compensação, para evitar que a subsidiária integral possa servir de instrumento para prejudicar acionistas minoritários da companhia controladora, o artigo 254 assegura direito de preferência para aquisição ou subscrição de ações do capital da subsidiária integral.”

A nosso ver, essa interpretação restritiva do art. 253 é incoerente porque a finalidade que ele defenderia, segundo referida jurisprudência, não estaria em consonância com o mecanismo criado pela lei, havendo um claro desalinhamento lógico entre meio e fins⁵⁰¹. A devolução do direito de preferência não faz sentido como explicação do dispositivo em questão por, pelo menos, três motivos.

Primeiro porque o direito de preferência do art. 253 é extensível a todos os acionistas da sociedade controladora, não sendo feita qualquer distinção sobre a forma com que se tornaram acionistas (se eles eram acionistas originais da incorporadora, se eles eram acionistas

vinculando logicamente duas situações diferentes (incorporação de ações e direito de preferência), mas remetendo a aplicação do direito de preferência a todo o regime das subsidiárias integrais (Carta/AMEC/Presi nº 10/2016 de 05.07.19).

501 Yazbek aponta as claras dificuldades na interpretação do art. 253: “(...) se, por um lado, parece se impor que o direito de preferência deve incidir qualquer que seja a origem da subsidiária integral e os argumentos tipicamente adotados para a adoção de tal direito (a devolução da preferência extirpada noutra momento) não parecem se sustentar, por outro, evidentemente, uma interpretação muito abrangente do art. 253 gera evidentes distorções. Interpretações por demais formalistas do texto legal podem, também, ser pouco realistas (senão inconsequentes).” YAZBEK, O. O direito de preferência da admissão de novos sócios em subsidiária integral: interpretação, limites e fragilidades do regime legal. In: CANTIDIANO, M. L.; MUNIZ, I.; CANTIDIANO, I. (Coord.) *Sociedades Anônimas, Mercado de Capitais e Outros Estudos – Homenagem a Luiz Leonardo Cantidiano*, vol. II. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 292.

da incorporada ou mesmo se eles ingressaram na sociedade após a reorganização societária). Assim, a Lei das S.A. estaria conferindo um remédio (*i.e.*, o direito de preferência na reversão) a acionistas que não teriam sofrido o suposto prejuízo que estaria restrito aos acionistas originais da incorporadora (*i.e.*, a supressão do direito de preferência na incorporação de ações)⁵⁰².

Em segundo lugar, esse mecanismo tem por estopim a reversão da subsidiária em sociedade pluripessoal. É esse o momento em que é concedida a tutela aos acionistas da controladora (e, portanto, que indica o que a lei pretende proteger). Acontece que não há um prazo para que isso aconteça, podendo se passar anos entre a conversão da sociedade em subsidiária integral em decorrência da incorporação de suas ações e a sua reversão em sociedade pluripessoal. O que significa que o perfil acionário da controladora (que incluiria os acionistas a serem tutelados) poderia estar completamente alterado. Mais uma vez a Lei das S.A. estaria tutelando acionistas que não necessariamente teriam sofrido qualquer dano.

Em terceiro lugar, há uma clara inconsistência entre o que foi privado dos acionistas da incorporadora e o que está sendo oferecido como corretivo. Enquanto, em um primeiro momento, o acionista da incorporadora é impedido de exercer seu direito de preferência para acompanhar aumento do capital social da controladora, posteriormente é oferecido a ele um direito de preferência para obter uma participação direta no capital social da subsidiária integral. Vê-se que os dois direitos de preferência têm por objeto ações diferentes e, portanto, sociedades distintas.

De um lado, o acionista da controladora foi diluído na sociedade *holding* (que pode ter participação em diversas outras sociedades operacionais, não apenas naquela subsidiária em específico); e, de outro, ele pode exercer o direito de preferência apenas sobre uma

502 YAZBEK, O. O direito de preferência da admissão de novos sócios em subsidiária integral: interpretação, limites e fragilidades do regime legal. In: CANTIDIANO, M. L.; MUNIZ, I.; CANTIDIANO, I. (Coord.) *Sociedades Anônimas, Mercado de Capitais e Outros Estudos – Homenagem a Luiz Leonardo Cantidiano*, vol. II. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 290.

determinada subsidiária, que provavelmente contém apenas parte da atividade operacional do grupo de fato. Dito de outra maneira, o mecanismo do art. 253 não recomporá a participação do acionista original da incorporadora no capital social dela e confere preferência sobre ações que podem ter características completamente diferentes e que representam o capital social de uma sociedade diferente⁵⁰³.

Ademais, há outra situação que o dispositivo em questão buscaria tutelar - a compulsoriedade da operação - que também nos parece do todo incoerente. Isso porque a vinculação dos acionistas das companhias à deliberação majoritária é da estrutura das relações societárias e já tem um remédio específico previsto em lei: o direito de recesso. Remédio este que é aplicável às duas sociedades envolvidas na incorporação de ações.

A despeito das críticas que possam ser feitas à sua eficácia como mecanismo de proteção à minoria, a Lei das S.A. elege o direito de recesso como um recurso apto a esse fim. Além do mais, é prevista uma série de proteções adicionais ao acionista minoritário nas operações de incorporação de ações, não sendo necessária uma nova proteção⁵⁰⁴.

Por fim, note-se que, se a finalidade do art. 253 fosse restrita ao defendido pela jurisprudência da CVM, haveria um claro caso de assimetria regulatória na Lei das S.A. com relação às incorporações de sociedade e às cisões seguidas de incorporação da parcela cindida. Nelas também há compulsoriedade e exclusão do direito de preferência, mas não há nenhum outro remédio aos acionistas das sociedades participantes. Da mesma maneira, há outras situações em

503 Essa ideia é trazida por NASCIMENTO; J. P. B. do; PINHEIRO, P. A. C. O direito de preferência no artigo 253 da Lei nº 6.404/76. In: NASCIMENTO; J. P. B. do. *Temas de Direito Empresarial, Direito Societário, Mercado de Capitais e Direito da Insolvência*. São Paulo: Quartier Latin, 2022, p. 246.

504 “Ao analisar os pontos acima expostos, percebe-se que a Lei das S.A. estabeleceu proteções tanto com relação aos procedimentos a serem observados, quanto com relação à responsabilidade dos acionistas, avaliadores e subscritores no âmbito da operação de incorporação de ações, visando a evitar, essencialmente, a diluição injustificada dos acionistas das sociedades envolvidas.” NASCIMENTO; J. P. B. do; PINHEIRO, P. A. C. O direito de preferência no artigo 253 da Lei nº 6.404/76. In: NASCIMENTO; J. P. B. do. *Temas de Direito Empresarial, Direito Societário, Mercado de Capitais e Direito da Insolvência*. São Paulo: Quartier Latin, 2022, p. 240-243.

que o direito de preferência é excluído (art. 172) e em que a minoria está sujeita compulsoriamente à decisão da maioria (art. 129). Não há nada de errado com isso e a lei tutelou os acionistas da maneira que achou oportuna.

Todo o exposto leva à conclusão de que a preocupação do legislador com o art. 253 não era especificamente com relação à incorporação de ações, não fazendo diferença a forma pela qual a sociedade tornou-se subsidiária integral. Não se estava tutelando o acionista que teve seu direito de preferência suprimido nessa operação em específico. Pelo contrário, o risco que se pretende tutelar é mais amplo e relacionado à vulnerabilidade a que o acionista minoritário externo do grupo de fato está sujeito quando são construídas estruturas societárias nas quais boa parte da atividade econômica da sociedade controladora é exercida em subsidiárias integrais sobre as quais os minoritários não têm a mesma ingerência e visibilidade.

3.3 EXCEÇÕES AO ART. 253

Dada a gravidade do direito de preferência na reversão da subsidiária integral e as restrições que ele pode impor às possíveis operações pretendidas pela administração da sociedade controladora, tão importante quanto analisar sua aplicabilidade é definir quais são as situações nas quais ela é excepcionada pela Lei das S.A. É esse o exercício que será feito a seguir.

3.3.1 APLICAÇÃO DO ART. 172

Como mencionado acima, o art. 253 não fez mais do que criar uma hipótese de incidência específica à qual deve ser aplicado, “no que couber”, o regime geral do direito de preferência previsto no art. 171. Assim, ainda que o próprio art. 253 não tenha feito remissão expressa ao art. 172 e apenas ao regime geral do art. 171, não há motivos para

que as hipóteses de exclusão de direito de preferência nele previstas não sejam extensíveis à reversão da subsidiária integral⁵⁰⁵.

São elas, caso a subsidiária tenha registro de companhia aberta: (i) a venda das ações das suas em bolsa de valores; (ii) o aumento de seu capital social mediante subscrição pública de ações; e (iii) caso suas ações sejam ofertadas como pagamento em OPA de aquisição de controle.

Isso porque os motivos de existência das referidas exceções estão presentes mesmo na reversão da subsidiária integral. A concessão de direito de preferência pode representar um grave empecilho ao acesso da subsidiária ao mercado de capitais e, conseqüentemente, pode ser uma barreira desnecessária para que ela alcance fontes de financiamento mais baratas e diversificadas (o que, inclusive, pode ser um prejuízo indireto aos próprios acionistas da controladora que estarão diminuindo o potencial das atividades operacionais da empresa)⁵⁰⁶.

De resto, os acionistas da controladora que tiveram seu direito de preferência preterido terão a possibilidade de adquirir ações da subsidiária no mercado ou participar da oferta pública de distribuição de ações, o que seria um meio alternativo para que seja atingido o fim tutelado pelo art. 253 de evitar que suas participações sejam esvaziadas.

Importante apontar que a própria CVM já se manifestou recentemente sobre o tema em consulta a ela formulada, confirmando que a exceção do art. 172, I, (que, no caso concreto, era a realização de uma oferta pública de distribuição com esforços restritos de ações da subsidiária integral) tem o condão de excluir a concessão do

505 EIZIRIK, N. *A Lei das S/A Comentada*, vol. IV, 3ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 358; e NASCIMENTO; J. P. B. do; NASCIMENTO; J. P. B. do; PINHEIRO, P. A. C. O direito de preferência no artigo 253 da Lei nº 6.404/76. In: NASCIMENTO; J. P. B. do. *Temas de Direito Empresarial, Direito Societário, Mercado de Capitais e Direito da Insolvência*. São Paulo: Quartier Latin, 2022, p. 231.

506 YAZBEK, O. O direito de preferência da admissão de novos sócios em subsidiária integral: interpretação, limites e fragilidades do regime legal. In: CANTIDIANO, M. L.; MUNIZ, I.; CANTIDIANO, I. (Coord.) *Sociedades Anônimas, Mercado de Capitais e Outros Estudos – Homenagem a Luiz Leonardo Cantidiano*, vol. II. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 294.

direito de preferência previsto no art. 253 aos acionistas da sociedade controladora⁵⁰⁷.

Nessa mesma ocasião, a CVM permitiu que fosse aplicado, por analogia, o art. 9º-A da então Instrução CVM nº 476 para a concessão de direito de prioridade a todos os acionistas da sociedade controladora em oferta pública com esforços restritos da subsidiária integral, observadas determinadas condições impostas pela SRE.

3.3.2 REORGANIZAÇÃO SOCIETÁRIA

Um dos nortes na elaboração da Lei das S.A. foi o estímulo à grande empresa brasileira e, conseqüentemente, à concentração empresarial no mercado brasileiro, fins almejados pela política econômica que vigorava à época da elaboração do seu anteprojeto como alternativas para a superação das dificuldades inerentes à nossa industrialização tardia e à mobilização do capital nacional.

Por isso a Lei das S.A. criou diversos mecanismos que viabilizam e facilitam a concentração empresarial⁵⁰⁸ e que devem ser aplicados e

507 “Diante disso, s.m.j., o fato de o art. 253, parágrafo único, da Lei nº 6.404/76 fazer remissão expressa apenas ao art. 171 da mesma Lei, não tem o condão de afastar a aplicação do art. 172, que dispõe sobre as excludentes do direito de preferência para subscrição disciplinado pelo referido art. 171. Aparentemente, cuida-se apenas da técnica legislativa adotada à época pelo legislador, que, no nosso entendimento, em nada prejudica a interpretação do conteúdo e do alcance que se pretendeu dar à norma, sendo certo que tais artigos relacionam-se entre si de forma sistemática.” Manifestação da SEP no Relatório nº 53/2020-CVM/SEP/GEA-4 do Caso JSL, que foi acompanhado pelo Colegiado.

508 “[O] regime jurídico das companhias, tal como concebido pela Lei nº 6.404/1976, é declaradamente inclinado a permitir e a disciplinar novas forma de organização e novos mecanismos de concentração empresarial: as operações de reorganização societária; os grupos de sociedades de direito e de fato; a introdução, na lei, do importante instrumento organizativo que é o acordo de acionistas, são todas facetas dessa preocupação com a conformação das atividades empresariais no Brasil desde um ponto de vista macro, que contempla a necessidade de conferir certa flexibilidade aos destinatários da lei, ao mesmo tempo em que estabelece um conjunto mínimo de proteções para os acionistas minoritários.” YAZBEK, O. “Operação de reorganização societária proposta por acionista – Possibilidades ainda não exploradas da Lei nº 6.404/1976”, in: *Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários - Edição Comemorativa dos 45 anos das Leis nº 6.385 e 6.404*, vol. I. São Paulo: Almedina, 2021, p. 478.

interpretados teleologicamente, dando primazia a soluções que estão alinhadas com esse fim claro de estímulo às concentrações e espaço para o exercício da autonomia privada dos agentes de mercado. Um desses mecanismos é justamente o fortalecimento da disciplina das reorganizações societárias típicas como um instrumento para combinação de empresas.

Como dito anteriormente, uma reorganização societária típica envolve, em regra, um aumento de capital especial que é subscrito ora em patrimônio líquido (no caso das incorporações de sociedade, das fusões e das cisões) ora em ações (no caso das incorporações de ações). Para que a operação possa atingir seu fim e a concentração entre as sociedades possa ser viabilizada, no entanto, o direito de preferência, que é um dos principais mecanismos de defesa dos acionistas aplicáveis ao aumento de capital, deve ser suprimido.

Caso contrário, tomando como exemplo a incorporação de ações, o exercício do direito de preferência pelos acionistas da incorporadora impediria que os acionistas da incorporada subscrevessem o aumento de capital mediante a versão das ações da incorporada. Assim, caso fosse possível, o exercício do direito de preferência impediria tanto que a sociedade incorporadora assumisse a integralidade das ações da incorporada quanto que os acionistas da incorporada subscrevessem as novas ações a serem emitidas pela incorporadora⁵⁰⁹.

Quando a subsidiária integral está envolvida em operações de incorporação de sociedade (ou de parcela cindida) e de incorporação de ações como a sociedade incorporadora, no entanto, surge novamente a dúvida quanto à aplicação do direito de preferência do art. 253. Caso a outra sociedade interessada na reorganização societária não tenha por única acionista a mesma sociedade controladora, será inevitável a reversão da subsidiária integral incorporadora em sociedade

509 WAISBERG, I. Discussão sobre o direito de preferência previsto no art. 253 – PAS CVM RJ 2010/9078. In: BORBA, G. T.; BORBA, R. T.; ALMEIDA, J. G. A. de (Org.). *Comissão de Valores Mobiliários – Precedentes Comentados*. Rio de Janeiro: Forense, 2021, p. 12-14.

pluripessoal, pois seu quadro acionário seria composto por outros acionistas que não apenas a antiga sociedade controladora.

Diante da primazia que a Lei das S.A. confere aos mecanismos de concentração empresarial e no completo absurdo que significaria o impedimento de que uma sociedade, apenas pelo fato de ser uma subsidiária integral, não possa tomar parte em uma reorganização societária, parece-nos que a compatibilização correta entre as disciplinas da regra de exclusão do direito de preferência em reorganizações societárias e a concessão do direito de preferência na reversão seria a primazia da primeira sobre a segunda.

Deve-se afastar a aplicação do direito de preferência do art. 253 para impedir que a subsidiária integral tenha sua utilidade como forma de organização empresarial esvaziada, pois ela não poderia ser utilizada em reorganizações societárias e inviabilizaria a concentração entre empresas⁵¹⁰.

3.3.3 DROP DOWN

Deve-se mencionar também a interessante tese defendida por Yazbek de que o art. 253 não pode ser objeto de uma interpretação abrangente para que sejam evitadas distorções e ônus demasiados em sua aplicação. Uma das situações em que o referido dispositivo deveria ser interpretado de forma restrita e sua utilização deveria ser afastada

510 EIZIRIK, N. *A Lei das S/A Comentada*, vol. IV, 3ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 358-359; NASCIMENTO; J. P. B. do; PINHEIRO, P. A. C. O direito de preferência no artigo 253 da Lei nº 6.404/76. In: NASCIMENTO; J. P. B. do. *Temas de Direito Empresarial, Direito Societário, Mercado de Capitais e Direito da Insolvência*. São Paulo: Quartier Latin, 2022, p. 231; e WAISBERG, I. Discussão sobre o direito de preferência previsto no art. 253 – PAS CVM RJ 2010/9078. In: BORBA, G. T.; BORBA, R. T.; ALMEIDA, J. G. A. de (Org.). *Comissão de Valores Mobiliários – Precedentes Comentados*. Rio de Janeiro: Forense, 2021, p. 17. Defendendo a posição contrária, LAZZARESCHI NETO, A. S. *A Lei das S.A. Comentada e Anotada*, 6ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 1117. Há ainda quem defenda que, dado o direito de preferência do art. 253, para que a subsidiária integral participe de incorporação de sociedade ou de ações como incorporadora a unanimidade de seus acionistas deverão aprovar a operação, CRISTIANO, R. *A Subsidiária Integral no Brasil*, São Paulo: Revista dos Tribunais, 1986, p. 126.

é no caso de a subsidiária integral ter sido constituída por meio de *drop down* para que ela seja subsequentemente alienada a um terceiro.

Através dessa operação, a sociedade controladora transfere parcela da sua atividade social (em geral pela transferência dos bens e direitos e obrigações correspondentes) para uma de suas subsidiárias, concentrando aquela atividade na subsidiária. Com isso, a controladora consegue atrair novos sócios nesta parcela específica da empresa exercida pelo grupo de fato ou aliená-la a terceiros.

Nas palavras do citado autor, o direito de preferência na reversão não deveria ser aplicado nesta hipótese pelos seguintes motivos:

*“Ora, tratando-se de operação previamente estruturada para a transferência de atividades (que, aliás, se poderia transferir por outros mecanismos igualmente válidos); amplamente discutida e divulgada como tal; realizada em etapas integradas entre si e dependentes umas das outras (em que a criação da subsidiária integral não corresponde a uma verdadeira criação de subsidiária integral, no fundo, mas apenas a uma etapa de um todo mais complexo), não há como se ignorar todo esse quadro e assumir a existência de fraude especificamente contra o art. 253. Assim, parece claro que também nesses casos não deve se impor o direito de preferência objeto do dispositivo legal. Leituras mais formalistas do referido artigo se mostrariam, nesses casos, no mínimo disfuncionais.”*⁵¹¹

4. CONCLUSÃO E LEITURA CRÍTICA DO ART. 253

O direito de preferência na reversão da subsidiária integral encontra-se na fronteira entre duas finalidades tuteladas pelo legislador societário: de um lado, o estímulo à concentração

511 YAZBEK, O. O direito de preferência da admissão de novos sócios em subsidiária integral: interpretação, limites e fragilidades do regime legal. In: CANTIDIANO, M. L.; MUNIZ, I.; CANTIDIANO, I. (Coord.) *Sociedades Anônimas, Mercado de Capitais e Outros Estudos – Homenagem a Luiz Leonardo Cantidiano*, vol. II. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 293.

empresarial e à concessão de ampla liberdade para que o empresário exerça sua autonomia privada; do outro, a necessária proteção do acionista minoritário nos grupos de fato que têm seus direitos políticos e patrimoniais em risco pela dinâmica interna da estrutura de um grupo. No entanto, a Lei das S.A., a despeito de sua cultuada qualidade e sistematicidade, não criou uma solução coerente para esse risco no caso do art. 253⁵¹² e, por isso mesmo, merece uma interpretação escrupulosa.

O direito criado soa exagerado para a defesa dos interesses dos acionistas minoritários da sociedade controladora, pois a concessão da preferência via *pass through* pode acabar desestimulando negócios legítimos e que seriam positivos para o interesse da sociedade controladora e, indiretamente, para os próprios acionistas que se pretende proteger⁵¹³.

Por exemplo, um terceiro interessado em adquirir integralmente as ações da subsidiária integral, que concentra ativos que podem não condizer com a diretriz dos negócios da controladora, terá que ponderar em sua decisão sobre o negócio a possibilidade de que os minoritários exerçam o direito de preferência e tornem-se seus

512 Nas palavras de Yazbek, que aponta a esquizofrenia do modelo legal ao tentar compatibilizar essas duas preocupações: “A lei acionária, por um lado, procurou permitir ou mesmo facilitar os mecanismos de concentração (então tratados até como estrategicamente importantes), como se pode ver da criação da operação de incorporação de ações. Ao mesmo tempo, ela buscou reduzir as potenciais distorções geradas por esses mecanismos. Por vezes, a integração de todos esses dispositivos pode não se refletir em um todo coerente. Da mesma maneira, soluções que, a época, pareciam adequadas, podem trazer perplexidades ou ineficiências. A meu ver, é o que ocorre com o art. 253, que apresenta mesmo algumas fragilidades estruturais.” *Ibid.*, p. 288-289.

513 “Neste contexto, é fácil concluir que o dispositivo do Artigo 253 da Lei 6.404/76 parece excessivamente pesado como forma de proteção dos acionistas das empresas controladoras, uma vez que introduz um óbice importante para transações legítimas que beneficiam a todos os acionistas. É claro que a alienação de ações de uma subsidiária integral pode ser uma estratégia para “roubar” valor de uma empresa de capital aberto. Mas isso só ocorre caso a alienação seja feita contra os interesses da sociedade ou em situação de conflito de interesses (por exemplo, na alienação para uma parte relacionada). Qualquer que seja a hipótese, ela deveria ser verificada isoladamente, e não de maneira ampla como faz o Artigo 253. Na opinião da Amec, portanto, a norma carece de aperfeiçoamento.” Carta/AMEC/Presi n° 10/2016 de 05.07.19.

sócios na sociedade adquirida. A depender da estrutura acionária da controladora e do apetite dos minoritários no exercício da preferência, pode acontecer de o terceiro não conseguir adquirir nem o controle da subsidiária ou mesmo ter que conviver com o ônus de ter acionistas minoritários em uma companhia fechada, trazendo custos adicionais ao exercício daquela atividade.

A preocupação com o “esvaziamento” indireto da participação do minoritário externo na atividade operacional do grupo parece se sustentar apenas no cenário em que existe algum conflito de interesses na transação ou no fato de ela se dar contra o interesse da sociedade controladora – como, por exemplo, na hipótese de o terceiro adquirente ou subscritor das ações da subsidiária integral ser alguém fora da estrutura do grupo de fato e cujo interesse econômico esteja alinhado ao controlador indireto do grupo, de modo que ele possa ser favorecido em detrimento dos minoritários externos da sociedade controladora.

Caso contrário, haverá um óbvio alinhamento de interesses entre o acionista controlador e os minoritários externos já que eles terão uma exposição econômica proporcional à subsidiária integral, de forma que compartilharão o sucesso da alienação de suas ações (na forma do pagamento de um preço adequado e negociado de forma independente) ou do incremento da atividade que ela exerce em decorrência do aumento do seu capital social, que deverá ser realizado sem que haja diluição injustificada à sociedade controladora⁵¹⁴.

Aliás, quando exercido de forma alinhada com o objetivo social, o controlador tem o poder de dirigir as atividades sociais (art. 116, *caput*), o que inegavelmente inclui a orientação dos órgãos da sociedade controladora sobre o melhor destino das subsidiárias do grupo.

Nesse sentido, parece fazer muito mais sentido que sejam adotados outros mecanismos que não impossibilitem por si só os

514 NASCIMENTO; J. P. B. do; PINHEIRO, P. A. C. O direito de preferência no artigo 253 da Lei nº 6.404/76. In: NASCIMENTO; J. P. B. do. *Temas de Direito Empresarial, Direito Societário, Mercado de Capitais e Direito da Insolvência*. São Paulo: Quartier Latin, 2022, p. 247.

negócios que têm por objeto as ações da subsidiária integral e que tenham por finalidade o seu alinhamento com o interesse social da controladora e da subsidiária.

Pode-se apontar como medida positiva e mais coerente, por exemplo, o reforço da aplicabilidade (*enforcement*) da disciplina (i) dos deveres fiduciários dos administradores da sociedade controladora (que comandam diretamente a subsidiária integral) com relação à subsidiária⁵¹⁵; e (ii) do conflito de interesse (art. 115) e do abuso de poder de controle (art. 117) em temas envolvendo a subsidiária integral⁵¹⁶.

A efetiva aplicação dos deveres dos administradores e do acionista controlador e sua consequente responsabilização parecem ferramentas mais funcionais para evitar a ocorrência de danos aos acionistas minoritários da sociedade controladora e, na eventualidade de ocorrerem, garantir o ressarcimento dos acionistas minoritários⁵¹⁷.

515 “Importante ressaltar, ainda, que tanto os administradores da sociedade incorporadora quanto os da subsidiária integral devem agir com diligência, lealdade e buscando atender aos interesses da companhia. Desta forma, em qualquer hipótese, a venda de ações da subsidiária integral e/ou a subscrição de novas ações por terceiros estará sujeita à observância dos deveres fiduciários por parte dos administradores das sociedades envolvidas, sob pena da aplicação das responsabilidades previstas na LSA e nas demais leis.” NASCIMENTO; J. P. B. do; PINHEIRO, P. A. C. O direito de preferência no artigo 253 da Lei nº 6.404/76. In: NASCIMENTO; J. P. B. do. *Temas de Direito Empresarial, Direito Societário, Mercado de Capitais e Direito da Insolvência*. São Paulo: Quartier Latin, 2022, p. 248.

516 Ao comentar o art. 253, o Prof. Salomão Filho aponta a sua insuficiência e a sua necessária complementação com normas estruturais de conflitos de interesse e abuso de poder de controle: “De outro lado, é evidente que a previsão dessas duas hipóteses não é suficiente para cobrir todos os casos de atuação potencialmente abusiva do acionista controlador. O poder de controle do sócio majoritário da sociedade controladora sobre a subsidiária integral permite-lhe utilizar estrategicamente o patrimônio “economicamente” separado através da subsidiária integral de várias maneiras, não redutíveis às duas acima mencionadas. No sistema da lei brasileira, a sanção a tais hipóteses fica a cargo das regras normais sobre conflito de interesses dos acionistas (art. 115) e de abuso do poder do sócio controlador (art. 117).” SALOMÃO FILHO, C. *A Sociedade Unipessoal*. São Paulo: Malheiros, 1995, p. 227. Nesse mesmo sentido, cf. o voto do Dir. Alexsandro Broedel no Caso Lightger.

517 Aliás, com relação às subsidiárias fechadas de companhias abertas, a CVM já reconheceu sua competência para investigar e sancionar “controlador de companhia aberta que, por meio de subsidiárias fechadas dessa companhia aberta, abusa de seu poder” e “administradores de companhia aberta, por infrações cometidas por meio de subsidiárias fechadas, mas com repercussão na própria companhia aberta”, voto

É como se fosse aplicada a responsabilidade sobre as infrações cometidas no âmbito da subsidiária integral de acordo com a mesma lógica de *pass through* do art. 253⁵¹⁸.

Também seria possível conceber um mecanismo de *pass through* que seja baseado no exercício de direitos políticos, como o que ocorre no art. 256, por meio do qual é avocada à assembleia a competência para aprovar a compra, por companhia aberta, do controle de qualquer sociedade mercantil. Submeter a aprovação da reversão da subsidiária integral em sociedade plurilateral poderia ser uma decisão que coubesse à assembleia geral de acionistas da sociedade controladora, por exemplo.

do Dir. Marcos Pinto no PAS CVM nº 14/04, Rel. Dir. Marcos Pinto, j. em 24.08.10. Cf. também o PAS CVM nº 2008/4857, Rel. Dir. Otavio Yazbek, j. em 23.08.11.

518 “O acionista único tem, como referido, as responsabilidades plenas do controlador, embora não haja acionistas minoritários diretos na subsidiária. Não obstante, responde o controlador perante os acionistas da companhia controladora da subsidiária, acordo com o sistema do *pass through*.” CARVALHOSA, M. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, vol. IV, t. II, 5ª ed. São Paulo: Saraiva, 2014, p. 165.

BIBLIOGRAFIA

ASCARELLI, T. *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*, 1ª ed. Campinas: Bookseller, 2001.

CARNEIRO FILHO, L. I. A nova sociedade limitada unipessoal. In: *Revista dos Tribunais*, vol. 1013/2020, p. 227-236, mar/2020.

CARVALHOSA, M. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, 4º vol., t. II, 5ª ed. São Paulo: Saraiva, 2014.

COMPARATO, F. K. Os grupos societários na Nova Lei de Sociedades por Ações. In: *Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1978, pp. 193-213.

COMPARATO, F. K.; SALOMÃO FILHO, C. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, 6ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 46

CRISTIANO, R. *A Subsidiária Integral no Brasil*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1986.

EIZIRIK, N. *A Lei das S/A Comentada*, vol. IV, 3ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2021.

FRANÇA, E. V. A. e N. Legitimação do sócio da sociedade controladora para pleitear a anulação de assembleia da controlada subsidiária integral. In: *Invalidade das Deliberações de Assembleia das S/A e Outros Escritos sobre o Tema da Invalidade das Deliberações Sociais*, 2ª ed. São Paulo: Malheiros, 2017, pp. 242-249.

NASCIMENTO; J. P. B. do; PINHEIRO, P. A. C. O direito de preferência no artigo 253 da Lei nº 6.404/76. In: NASCIMENTO; J. P. B. do. *Temas de Direito Empresarial, Direito Societário, Mercado de Capitais e Direito da Insolvência*. São Paulo: Quartier Latin, 2022, pp. 219-250.

PIMENTA, E. G. Sociedade subsidiária integral, parcerias empresariais e custos da minoria societária. In: WALD, A.; GONÇALVES, F.; SOARES DE CASTRO, M. A. (coord.); FREITAS, B. V.; CARVALHO, M. T. M. de (org.). *Sociedades anônimas e mercado de capitais: homenagem ao prof. Osmar Brina Corrêa-Lima*. São Paulo, Quartier Latin, 2011, pp. 557-579.

PIMENTA, E. G. Sociedade subsidiária integral. In: BOTREL, S. (coord.) *Direito Societário: análise crítica*. São Paulo: Saraiva, 2012, pp. 333-352.

SALOMÃO FILHO, C. *A Sociedade Unipessoal*. São Paulo: Malheiros, 1995.

SOUZA, L. M. de. Subsidiária substancialmente integral e o direito de preferência do art. 253 da Lei de Sociedade por Ações. In: *Revista CEJ*, n. 68. Brasília: CEJ, 2016, pp. 99-107.

TEIXEIRA, E. L.; GUERREIRO; J. A. T. *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*, vol. 2. São Paulo: Bushatsky, 1979.

WAISBERG, I. Discussão sobre o direito de preferência previsto no art. 253 – PAS CVM RJ 2010/9078. In: BORBA, G. T.; BORBA, R. T.; ALMEIDA, J. G. A. de (Org.). *Comissão de Valores Mobiliários – Precedentes Comentados*. Rio de Janeiro: Forense, 2021, pp. 3-17.

YAZBEK, O. O direito de preferência da admissão de novos sócios em subsidiária integral: interpretação, limites e fragilidades do regime legal. In: CANTIDIANO, M. L.; MUNIZ, I.; CANTIDIANO, I. (Coord.) *Sociedades Anônimas, Mercado de Capitais e Outros Estudos – Homenagem a Luiz Leonardo Cantidiano*, vol. II. São Paulo: Quartier Latin, 2019, pp. 277-297.

YAZBEK, O. Operação de reorganização societária proposta por acionista – Possibilidades ainda não exploradas da Lei nº 6.404/1976. In: *Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários - Edição*

Comemorativa dos 45 anos das Leis nº 6.385 e 6.404, vol. I. São Paulo: Almedina, 2021, pp. 465-492.

ZAVA DE FARIA, M. Empresa individual de responsabilidade limitada (EIRELI) como mecanismo de efetivação do princípio da livre-iniciativa. *In: Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, vol. 79, p. 143-168, Jan-Mar/2018.