



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

COMITÉ 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 Pedreira 15

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 obrigatória 73

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 imagem 91

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 arte 193

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 entrantes 257

*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 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

THE CONCEPT OF CONTROL POWER ACCORDING TO THE ANALYSIS OF THREE LEGAL SCHOLARS THAT BRAZILIAN CORPORATE LAW CAN NEVER FORGET: FÁBIO KONDER COMPARATO, ALFREDO LAMY FILHO AND JOSÉ LUIZ BULHÕES PEDREIRA

Erasmu Valladão Azevedo e Novaes França¹⁻²

Sumário: **I.** O poder de controle como poder equivalente à soberania do direito privado; **II.** Poder de controle e bloco de controle; **III.** O controle interno – classificação; **IV.** O controle externo; **V.** Conceito legal de acionista controlador; **VI.** Conceito legal de sociedade controladora; **VII.** Conclusão.

1. O PODER DE CONTROLE COMO PODER EQUIVALENTE À SOBERANIA NO DIREITO PRIVADO

A obra máxima sobre o poder de controle na sociedade anônima deve-se a FÁBIO KONDER COMPARATO.

Fruto de sua tese de titularidade, defendida em 1974, a 1ª edição, de 1975, antecedeu a LSA, tendo sido refundida e adaptada à lei em

1 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.

2 O presente artigo resulta de uma palestra proferida pelo autor no II Congresso Sul-Brasileiro de Direito Comercial, realizado em Porto Alegre nos dias 16 e 17/10/25, por meio da qual se procurou homenagear os primeiros juristas que analisaram o poder de controle na Lei 6.404/76 (LSA), que foram divisores de águas no direito societário brasileiro.

1977, na 2ª edição, e sofrido ainda outras modificações na 3ª edição, de 1983; hoje a obra encontra-se na sua 6ª edição, publicada em 2014.³

Na obra em questão, afirma o Prof. COMPARATO que “*quando se fala em controle no sentido de dominação, na sociedade anônima, alude-se a um poder que transcende as prerrogativas legais da própria assembleia*”⁴.

Após um longo estudo sobre a soberania, no campo político, o Prof. COMPARATO afirma que “*o modelo legal da sociedade por ações revelou-se, em suas metamorfoses, francamente tributário dessas diferentes concepções políticas ligadas à evolução do conceito de soberania*”⁵.

O titular do poder de controle, portanto, “*exerce a soberania societária*”⁶.

Tal poder é definido pelo mestre como “*o poder de dispor dos bens alheios como um proprietário*”. “*Controlar uma empresa*”, diz ele, “*significa poder dispor dos bens que lhe são destinados, de tal arte que o controlador se torna senhor de sua atividade econômica*”⁷.

3 A partir da 4ª edição, publicada em 2005, as edições foram acrescidas de notas de texto colocadas lado a lado do texto original (e muitas vezes colidentes com este) pelo Prof. CALIXTO SALOMÃO FILHO, que expôs sua visão atual das questões tratadas na obra e alterou por inteiro um capítulo – em estrita concordância com o Prof. COMPARATO, cf. o Prefácio do Coautor –, relativo ao Poder de Controle e Abuso de Poder Econômico nos Mercados – Parte III – Capítulo V.

4 COMPARATO, Fábio Konder. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**, 6ª ed., Rio de Janeiro: Gen-Forense, n. 3, p. 27. Nesse mesmo sentido, BULHÕES PEDREIRA e LAMY FILHO: “*Essas normas especiais são expostas nesse mesmo capítulo porque: (a) na companhia em que há acionista (ou grupo de acionistas) que detém o poder de controle, ocorre modificação de fato na estrutura dos órgãos sociais pelo acréscimo de um cargo que se sobrepõe à Assembleia Geral...*” (BULHÕES PEDREIRA, José Luiz; LAMY FILHO, Alfredo. **Direito das Companhias**, Rio de Janeiro: Gen-Forense, 2ª ed., 2017, § 237, n. 1, p. 592, destaque nosso).

5 Ob. cit., n. 4, p. 30.

6 Ob. cit., n. 114, p. 315.

7 Ob. cit., n. 26, p. 104.

2. PODER DE CONTROLE E BLOCO DE CONTROLE

BULHÕES PEDREIRA e LAMY FILHO, todavia, sem propriamente contradizer COMPARATO, partem de outra ótica⁸.

Distinguindo o controle como poder (arts. 116, 243, § 2º e outros da LSA) e o controle como **bloco de controle** (i.e., o conjunto de ações votantes que constituem a **fonte** do poder de controle, cf. arts. 254-A, 255 e outros da LSA), os eminentes mestres qualificam o poder de controle como um **poder de fato**, que só existe enquanto existe o bloco de controle⁹.

Na hipótese de **falecimento** do acionista controlador, por exemplo, adquire o *poder de controle* somente o herdeiro ou legatário que adquire a titularidade do *bloco de controle*: é **impossível** suceder *poder de controle* dissociado do *bloco de controle*¹⁰.

O bloco de controle é uma **universalidade de fato** (ou seja, no caso, a pluralidade de ações pertencentes à mesma pessoa – ou ao grupo de pessoas vinculadas por acordo de acionistas); só existe, portanto, como **coisa coletiva**¹¹.

A **aquisição** do bloco de controle pode ser originária ou derivada.

É **originária** quando o acionista adquire ações que, agregadas às que detinha, lhe asseguram o bloco de controle¹²; também é **originária** mediante a formação do grupo controlador por meio de sociedade *holding*. Já a aquisição **derivada** pressupõe a transmissão da propriedade do bloco de controle.

8 Ob. cit., § 238, n. 3, p. 600. Cf., também, **A Lei das S.A.**, Rio de Janeiro: Editora Renovar, v. II, 2ª ed., 1996, pp. 618-622.

9 BULHÕES PEDREIRA, José Luiz; LAMY FILHO, Alfredo, Op cit., § 238, n. 3, p. 600. As notas de rodapé a seguir referir-se-ão sempre à 2ª ed. do **Direito das Companhias**, de 2017. A primeira, em 2 vols., deu-se em 2009.

10 Ob. cit., § 238, n. 5, p. 602.

11 Ob. cit., § 238, n. 3, p. 600.

12 Ressalte-se que a aquisição de ações pode ocorrer até **involuntariamente**: (i) a sociedade resgata ou reembolsa ações de outros acionistas; (ii) o bloco de controle, que era possuído por outro acionista, desfaz-se mediante repartição da propriedade das ações entre duas ou mais pessoas (ob. cit., § 238, n. 5, p. 602),

A **perda** do poder de controle, por sua vez, também pode se dar independentemente de negócio jurídico: o acionista que controla **minoritariamente** a companhia perde o controle se outros acionistas formam novo bloco de controle¹³.

3. O CONTROLE INTERNO – CLASSIFICAÇÃO

A classificação do controle **interno** é feita por COMPARATO partindo da classificação feita por ADOLF A. BERLE JR. e GARDINER MEANS, na célebre obra *The Modern Corporation and Private Property* (cuja 1ª edição data de 1932; a edição citada por COMPARATO é a edição revista de 1967)¹⁴.

A classificação feita por BERLE e MEANS é, todavia, criticada por COMPARATO sob dois aspectos: em primeiro lugar, porque a hipótese de controle totalitário não se identificaria com o controle *com quase completa titularidade acionária*, que é a primeira espécie apontada por aqueles autores; em segundo lugar, porque a hipótese de “*control through a legal device*” (a 3ª espécie aventada por BERLE e MEANS), entre outras razões, não seria adaptável ao direito brasileiro, que, por exemplo, não reconhece a figura do *trust*).

COMPARATO reduz, desse modo, a classificação do controle interno a quatro espécies¹⁵:

13 Ob. cit., § 238, n. 5, pp. 601-602.

14 Nesse clássico trabalho, BERLE e MEANS trazem à tona a conhecida distinção entre *propriedade e controle*.

15 Ob. cit., ns. 11-15, pp. 44-75.

Totalitário, isolado ¹⁶ ou conjunto ¹⁷	Majoritário, isolado ou conjunto; simples ou absoluto ¹⁸⁻¹⁹
Controle Interno	
Minoritário (<i>working control</i>), isolado ou conjunto ²⁰	Gerencial (<i>management control</i>) ²¹⁻²²

16 Que é o caso da subsidiária integral (cf. arts. 251-252 da LSA).

17 Que é o caso da sociedade familiar, em que a unanimidade dos votos é de regra.

18 É o controle exercido com a maioria das ações votantes; é simples, quando há alguma restrição ao poder de controle (por exemplo, quando a minoria pode indicar membros do conselho fiscal ou do conselho de administração); é absoluto, quando a minoria não está em condições de exercer nenhuma restrição ao poder do controlador.

19 Deve-se observar aqui que BULHÕES e LAMY fazem uma distinção bem diversa. Para eles, o controle pode ser majoritário absoluto ou **relativo**: aquele se caracteriza “quando o acionista controlador possui a maioria absoluta (metade mais um) dos votos conferidos por todas as ações do capital social”; este, “quando o número de votos de que o acionista é titular, embora não assegure a maioria absoluta, é suficiente para garantir a maioria dos acionistas que comparecem às reuniões da Assembleia, uma vez que, em regra, nem todos participam das reuniões” (ob. cit., § 237, n. 3, p. 593). Na verdade, o controle relativo se identifica com o controle minoritário, como se verá a seguir.

20 É o controle exercido com menos da metade das ações votantes. Devido ao absenteísmo dos acionistas nas assembleias, uma minoria organizada pode empolgar o controle da companhia. A LSA assegura esta possibilidade, ao dispor, no art. 125, que a assembleia se instala, em primeira convocação, com a presença de acionistas que representam, no mínimo, 1/4 (um quarto) do total de votos conferidos pelas ações com direito a voto e, em segunda convocação, **com qualquer número**. Se a matéria a ser deliberada não exigir quórum qualificado, um só acionista poderá constituir a assembleia, como se reconheceu, por exemplo, na França (cf. COMPARATO, ob. cit., n. 14, p. 55).

21 “O último tipo de controle, na classificação de Berle e Means, é o administrativo ou gerencial (*management control*), isto é, aquele não fundado na participação acionária mas unicamente nas prerrogativas diretoriais. **É o controle interno totalmente desligado da titularidade das ações em que se divide o capital social.** Dada a extrema dispersão acionária, os administradores assumem o controle empresarial *de facto*, transformando-se num órgão social que se autoperpetua por cooptação. Exemplo histórico é o da Pennsylvania Railroad Co., em dezembro de 1929, na qual os **vinte maiores acionistas detinham em conjunto 2,70% do capital social, sendo que o maior acionista individual não possuía mais do que 0,34% da totalidade das ações.** A perpetuação dos administradores no poder é obtida, sobretudo, com a utilização de complexos mecanismos de representação de acionistas em assembleia (*proxy machinery*), explorando-se ao máximo o absenteísmo do corpo acionário” (COMPARATO, ob. cit., n. 15, p. 60, destaques nossos). Nesse tipo de controle, são comuns as batalhas pela obtenção de procurações para votar nas assembleias (as chamadas *proxy fights*).

22 Para COMPARATO, um exemplo até então não recensado de controle administrativo é o de uma fundação, um patrimônio finalístico (*Zweckvermögen*) gerido por seus

Além dessas espécies de controle, a LSA, após a reforma de 2001, passou a prever também o **controle compartilhado**.

Nessa espécie de controle (aplicável ao controle majoritário ou minoritário conjunto), os acionistas, por meio de acordo de controle constante de acordo de acionistas (art. 118), se obrigam a votar **em bloco** nas deliberações da assembleia geral.

Funciona da seguinte maneira: os acionistas acordantes ou convenientes, em **reunião prévia** à assembleia geral (usualmente realizada um dia antes), determinam, por maioria entre eles, o **sentido do voto** a ser proferido por um **representante** no conclave (cujo mandato, inclusive, pode ser igual ou superior a um ano²³).

Se o voto proferido pelo representante desrespeitar o decidido na reunião prévia, será **ineficaz**, não podendo ser computado pelo presidente da assembleia²⁴; isso vale tanto para os acordantes, quanto para os **administradores** da companhia, assegurado à parte prejudicada o direito de votar com as ações do acionista ausente ou omissor, ou pelo conselheiro eleito com os seus votos²⁵.

Se o acionista entender que o sentido do voto determinado na reunião prévia contraria o interesse da companhia ou as normas sobre o poder de controle poderá, **para ressaltar a sua responsabilidade**, se

administradores (ob. cit., n. 15, p. 62).

23 Art. 118 (...) § 7º O mandato outorgado nos termos de acordo de acionistas para proferir, em assembleia-geral ou especial, voto contra ou a favor de determinada deliberação, poderá prever prazo superior ao constante do § 1º do art. 126 desta Lei. O § 1º do art. 126 determina que o prazo do mandato deve ser inferior a um ano: “Art. 126 (...) § 1º: O acionista pode ser representado na assembleia-geral por procurador constituído há menos de 1 (um) ano, que seja acionista, administrador da companhia ou advogado; na companhia aberta, o procurador pode, ainda, ser instituição financeira, cabendo ao administrador de fundos de investimento representar os condôminos”.

24 Art. 118 (...) § 8º: O presidente da assembleia ou do órgão colegiado de deliberação da companhia não computará o voto proferido com infração de acordo de acionistas devidamente arquivado.

25 Art. 118 (...) § 9º: O não comparecimento à assembleia ou às reuniões dos órgãos de administração da companhia, bem como as abstenções de voto de qualquer parte de acordo de acionistas ou de membros do conselho de administração eleitos nos termos de acordo de acionistas, assegura à parte prejudicada o direito de votar com as ações pertencentes ao acionista ausente ou omissor e, no caso de membro do conselho de administração, pelo conselheiro eleito com os votos da parte prejudicada.

abster de votar (ou mesmo votar contrariamente ao decidido) – regra que se aplica analogicamente ao administrador – mas isso não impede que a parte prejudicada vote com as suas ações²⁶.

Por meio do controle compartilhado, assegura-se, dessa forma, a plena eficácia do poder de controle, **independentemente de ação judicial**, constituindo uma típica hipótese de **autotutela**.

Vale salientar uma sutileza observada por BULHÕES e LAMY: se a reunião prévia se limitar a eleger os administradores por maioria, estará sendo exercido **controle majoritário conjunto**; apenas haverá controle compartilhado se estiver previsto que cada acordante eleja um administrador e que os demais estarão obrigados a acompanhá-lo nessa escolha²⁷.

É de suma importância lembrar ainda que ao acionista controlador cabe exclusivamente a competência para definir o que é de interesse da companhia, pois *“na maioria das deliberações ou atos dos órgãos sociais da companhia não há questões de legalidade, mas de adequação ao interesse da companhia ou de conveniência”* e, *“nesses casos prevalece o princípio da estrutura hierárquica”*.²⁸⁻²⁹

É certo, por outro lado, que o art. 142, I, da LSA, atribui ao Conselho de Administração o poder de fixar a orientação geral dos negócios da companhia, mas tal dispositivo não pode ser lido isoladamente; *“se a Assembleia Geral exerce seus poderes de decidir todos os negócios relativos ao objeto social e tomar as resoluções convenientes à sua defesa e desenvolvimento (art. 121), ou se a companhia tem acionista controlador que usa do poder, que lhe reconhece o art. 116, de dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia, o Conselho de Administração não tem autonomia para fixar soberanamente a orientação geral dos negócios da companhia, pois somente exerce a*

26 Art. 118 (...) § 2º Esses acordos não poderão ser invocados para eximir o acionista de responsabilidade no exercício do direito de voto (artigo 115) ou do poder de controle (artigos 116 e 117).

27 Ob. cit., § 242, n. 4, p. 620.

28 Idem, ibidem, § 237, n. 8, p. 596.

29 Na mesma linha, COMPARATO, ob. cit., n. 119, p. 334.

atribuição do inciso I do art. 142 segundo a orientação definida pela Assembleia ou pelo acionista controlador”³⁰.

4. O CONTROLE EXTERNO

O controle externo está ligado à ideia de **influência dominante** (noção amplíssima) sobre a sociedade, como, dentre os inúmeros exemplos trazidos por COMPARATO, a do credor que, *ab extra*, a comanda, em face do volume do seu crédito e da permanente ameaça de levar a sociedade devedora à falência, exigindo a nomeação de administradores, determinando a orientação de seus negócios etc.

O controle externo não é contemplado pela LSA, mas, segundo COMPARATO, há uma discreta menção a ele, bem como ao controle gerencial, no art. 249, § ún., alínea “a” da LSA³¹:

“Art. 249. A companhia aberta que tiver mais de 30% (trinta por cento) do valor do seu patrimônio líquido representado por investimentos em sociedades controladas deverá elaborar e divulgar, juntamente com suas demonstrações financeiras, demonstrações consolidadas nos termos do artigo 250.

Parágrafo único. A Comissão de Valores Mobiliários poderá expedir normas sobre as sociedades cujas demonstrações devam ser abrangidas na consolidação, e: a) determinar a inclusão de sociedades que, embora não controladas, sejam financeira ou administrativamente dependentes da companhia; b) autorizar, em casos especiais, a exclusão de uma ou mais sociedades controladas”.

30 BULHÕES e LAMY, ob. cit., § 237, n. 9, p. 597.

31 COMPARATO, ob. cit. n. 16, p. 71.

5. CONCEITO LEGAL DE ACIONISTA CONTROLADOR

Passemos agora ao conceito legal de acionista controlador (figura que não encontra similar em outras legislações), a partir do art. 116 da LSA:

“Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica **[i]**, ou o grupo de pessoas vinculadas **[ii]** por acordo de voto, ou sob controle comum **[iii]**, que: a) *é titular de direitos de sócio* **[iv]** que lhe assegurem, *de modo permanente* **[v]**, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e b) *usa efetivamente seu poder* **[vi]** para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia **[vii]**”.

[i] pessoa natural ou jurídica (ex.: pessoas jurídicas de direito público ou privado; a pessoa jurídica em questão não pode ser uma sociedade, pois se assim fosse tratar-se-ia de um *grupo societário*³² e o art. 243, § 2º, adiante estudado, seria inútil);

[ii] grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto (não necessariamente *escrito*, pode ser *tácito*³³);

[iii] ou sob controle comum (ex: uma fundação controla três sociedades que, por sua vez, detêm, *em conjunto*, 50% + 1 do capital de outra – que é a controlada; elas estão sob *controle comum* – da mesma fundação – e, por sua vez, podem ser controladoras *diretas* da companhia, pois não estão submetidas a uma *sociedade controladora*, mas sim a uma fundação,³⁴

32 COMPARATO, ob. cit., n. 16, p. 72;

33 COMPARATO, ob. cit., n. 16, p. 72.

34 Igualmente, BULHÕES PEDREIRA e LAMY FILHO, salientando que a referência ao “grupo de pessoas ‘sob controle comum’ visa a abranger a hipótese de pessoas jurídicas de direito público ou de direito privado que não tenham a forma de sociedade e não estejam, portanto, compreendidas na definição de sociedade controladora constante do § 2º do art. 243” (ob. cit., § 237, n. 2, pp. 592-593).

[iv] é titular de “direitos de sócio” (ex: o usufrutuário ao qual for atribuído o direito de voto, cf. art. 114 da LSA³⁵, é *titular de direitos de sócio*³⁶);

[v] de modo permanente (titular de ações que lhe asseguram os votos nas três últimas Assembleias Gerais, cf. Res. 401/76 CMN, n. IV³⁷, posteriormente *revogada* pela Resolução n. 2.927/02; essa definição, contudo, ligada ao controle minoritário, continua a ser utilizada pela doutrina e pela autorregulação da B3³⁸); o conceito de permanência, de qualquer modo, é controverso;³⁹

35 Art. 114. O direito de voto da ação gravada com usufruto, se não for regulado no ato de constituição do gravame, somente poderá ser exercido mediante prévio acordo entre o proprietário e o usufrutuário.

36 COMPARATO, ob. cit., n. 16, p. 73; BULHÕES e LAMY, ob. cit., § 237, n. 2, p. 592.

37 A Res. 401/76 CMN, inciso IV, revogada, assim dizia: “Na companhia cujo controle é exercido por pessoa, ou grupo de pessoas, que não é titular de ações que asseguram a maioria absoluta dos votos do capital social, considera-se acionista controlador, para os efeitos desta Resolução, a pessoa, ou o grupo de pessoas vinculados por acordo de acionistas, ou sob controle comum, que é o titular de ações que lhe asseguram a maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes nas três últimas Assembleias Gerais da companhia”.

38 Nos Regulamentos de Governança Corporativa 1 e 2; no Regulamento do Novo Mercado, não se faz referência às três últimas assembleias, embora seja expressamente reconhecido o controle minoritário.

39 Segundo BULHÕES PEDREIRA e LAMY FILHO, “o requisito de que os direitos de voto assegurem o poder ‘de modo permanente’ nas Assembleias Gerais exclui do conceito de acionista controlador os titulares de direito de voto que formam eventualmente a maioria nas deliberações de uma ou algumas reuniões da Assembleia Geral; o fato de diversos acionistas votarem no mesmo sentido na Assembleia Geral não configura, por si só, acionista controlador, pois permanente significa contínuo, ininterrupto ou constante” (cf. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz; LAMY FILHO, Alfredo. Op. cit., 2ª ed., RJ: Gen-Forense, 2017, § 237, n. 3, p. 593). Para COMPARATO, porém, “preponderância permanente nas deliberações sociais não significa, estritamente falando, situação majoritária prolongada no tempo. Pode alguém adquirir o controle de uma companhia para mantê-lo por curto período apenas. Durante este, há controle, desde que a preponderância nas deliberações sociais dependa unicamente da vontade do titular de direitos de sócio e não de acontecimentos fortuitos” (ob. cit., n. 16, p. 73).

[vi] *controle efetivo* (em princípio, ligado ao controle minoritário ou gerencial) – o exemplo do “fiel da balança”⁴⁰ – controvérsia (ao menos aparente) sobre o controle efetivo;⁴¹

[vii] *dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia* – diante da competência exclusiva e indelegável dos poderes dos órgãos da sociedade anônima (cf. arts. 122, 139 e 161, § 7º), o controlador poderá orientar o funcionamento de outro órgão? Sim, **ele é o órgão soberano**, e poderá orientar o funcionamento de

40 COMPARATO traz à baila a figura do “fiel da balança” – o acionista minoritário, e.g., que detenha 2% do capital social em uma companhia na qual os dois outros acionistas, titulares, cada um, de 49%, convivam em antagonismo completo e irredutível. O minoritário figuraria como desempatador, sem se vincular a nenhum dos outros acionistas. Três interpretações seriam possíveis: 1) haveria controle conjunto entre o *tertius arbiter* e qualquer dos outros blocos acionários aos quais ele somasse seus votos; 2) o ‘fiel da balança’ seria controlador único; 3) não haveria controle acionário, de espécie alguma. A objeção à primeira interpretação seria a de que nenhum dos blocos acionários antagonísticos deteria um poder permanente, no sentido acima exposto, dado que dependeria sempre, para fazer prevalecer os seus votos, da adesão do terceiro desempatador, a qual, por hipótese seria incerta. A terceira interpretação, por sua vez, propiciaria o exercício de um poder incontestável na sociedade, sem os correspondentes deveres e responsabilidades. O mestre se inclina pela segunda interpretação, “isto é, a identificação do terceiro desempatador como titular do controle, sem embargo da objeção possível de que ele não é titular único dos votos majoritários” (ob. cit., n. 16, pp. 73-74).

41 Para COMPARATO, “o uso efetivo de dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia” só faz sentido na hipótese de controle minoritário. No controle majoritário, afirma o mestre, “o desuso ou mau uso do poder, não é elemento definidor do status, pois ainda que o controlador afete desinteressar-se dos negócios sociais, não pode arrear o fato de que o poder de comando se exerce em seu nome, ou por delegação sua, o que a tanto equivale” (Op. cit., n. 16, p. 74). Mas para BULHÕES PEDREIRA e LAMY FILHO, tal requisito se justifica porque o conceito de acionista controlador “abrange pessoas naturais, e a experiência mostra que há pessoas naturais que, embora sejam titulares da maioria dos votos, não exercem efetivamente o poder de controle, como no caso da viúva do empresário que o sucede na maioria dos direitos de voto mas deixa a administração da companhia entregue aos administradores profissionais em que o marido confiava, sem exercer efetivamente o poder de controle” (Op. cit., § 237, n. 5, p. 593). Poderíamos acrescentar, mais significativamente, o caso de um herdeiro único, amentado, do falecido acionista controlador. Mas a controvérsia para nós é aparente porque o exemplo dado por COMPARATO, me parece, é o do acionista majoritário que **tem condições de exercer o controle efetivo** e não o faz.

outro órgão – de administração, propriamente - dentro e fora das assembleias⁴²⁻⁴³

De se destacar, por fim, que a companhia pode não ter acionista controlador, quando há um impasse de poder de voto, como na hipótese, exemplificativamente, de sociedades de família, em que esse empate de votos resulta de herança ou disposição testamentária⁴⁴.

6. CONCEITO LEGAL DE SOCIEDADE CONTROLADORA

O conceito legal de *sociedade controladora* extrai-se, inversamente, do conceito de sociedade controlada:

“Art. 243. (...) § 2º Considera-se controlada a sociedade na qual a controladora, diretamente ou através de

42 “Na interpretação e aplicação da Lei brasileira não cabe invocar a doutrina de países estrangeiros nos quais a assembleia geral somente tem a competência expressamente prevista nas normas legais e estatutárias e os administradores - que só podem ser destituídos por motivo justo - são considerados autônomos, no sentido de que exercem suas funções com base unicamente naquelas normas (...) A Lei brasileira regula também as atribuições de todos os órgãos sociais, e um órgão não pode validamente praticar ato que cabe a outro; mas essa distribuição de competências não impede que o acionista controlador oriente a ação dos administradores, enquanto - evidentemente - suas deliberações não infringem a lei nem o estatuto: os administradores não se eximem da responsabilidade pelo descumprimento de seus deveres (art. 158) com a alegação de que observaram deliberação da Assembleia Geral ou ordem do acionista controlador que viola a lei ou o estatuto, e não têm apenas a faculdade, mas o dever de descumpri-la. **É inquestionável, portanto, que segundo a Lei brasileira o acionista controlador pode validamente orientar a ação dos administradores, o que é pressuposto necessário dos deveres e da responsabilidade que a Lei lhe atribui**”. (cf. LAMY FILHO e BULHÕES PEDREIRA, Op. cit., n. 7, p. 596 e nota 37, negritos nossos).

43 Aqui, a inovação de BULHÕES PEDREIRA e LAMY FILHO partiu da observação da realidade que é observada também nos países europeus: “Na Europa, ao contrário, isso [o declínio da soberania assemblear] incidiu sobre um sistema econômico ainda dominado pela concentração em poucas mãos do grande capital industrial. Não subtraiu os administradores das diretivas do capital de comando, ao qual devem a própria eleição e do qual poderiam não ser confirmados após a expiração do cargo. Produziu esta diferença com respeito ao passado: aos administradores o capital de comando dá ordens fora da assembleia e, assim, fora de todos os possíveis debates com a minoria; em uma palavra, lhes dá *confidencialmente*” (FRANCESCO GALGANO, **La forza del numero e la legge della ragione** – Storia del principio della maggioranza, Bolonha: Il Mulino, 2007, pp. 130-131)

44 COMPARATO, ob. cit., n. 16, p. 72.

outras controladas, é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, preponderância nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores”.

Consagra-se aí, também, o que se denomina de *pyramidal control*, ou em cascata: a sociedade A é controladora da sociedade B, que por sua vez é controladora da sociedade C, que a seu turno é controladora da sociedade D, o que se pode dar *ad infinitum*.

Saliente-se que no dispositivo legal em questão *está ausente o requisito do controle efetivo* que consta do art. 116.

BULHÕES PEDREIRA e LAMY FILHO justificam essa omissão sob o argumento de que *“a sociedade existe para realizar seu objeto e, se este inclui a participação em companhias, ela exerce seus direitos de sócio”*⁴⁵.

Mesmo na hipótese de controle “minoritário”, portanto, a sociedade controladora realizará o seu objeto.

E, com efeito, a LSA admite as assim chamadas sociedades *holdings* puras, cujo objeto é, precisamente, participar de outras companhias⁴⁶.

De outra parte, a expressão “preponderância nas deliberações sociais”, ao invés de “maioria de votos nas deliberações sociais” deve-se à circunstância de que a sociedade controladora, num grupo societário, pode não ser uma companhia⁴⁷.

45 Ob. cit., § 237, n. 5, p. 593.

46 Art. 2º, § 3º, LSA: “A companhia pode ter por objeto *participar de outras sociedades*; ainda que não prevista no estatuto, a participação é facultada como meio de realizar o objeto social, ou para beneficiar-se de incentivos fiscais”)

47 COMPARATO, ob. cit., n. 16, p. 72.

7. CONCLUSÃO

Finalizando, **controle é o poder de determinar as deliberações da AG e eleger a maioria de seus administradores** (devendo-se lembrar que, mediante a aplicação de disposições da LSA, é possível que o acionista majoritário não eleja a maioria dos administradores)⁴⁸⁻⁴⁹⁻⁵⁰.

48 BULHÕES e LAMY, ob. cit., § 237, n. 4, p. 593.

49 COMPARATO, ob. cit., n. 16, p. 73.

50 COMPARATO entende que a eleição dos administradores, contudo, não é da essência do poder de controle (idem, ibidem).

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”

A LOOK AT ITALY: LEGISLATIVE DEVELOPMENTS AND DOCTRINAL DEBATES ON THE SUBMISSION OF A LIST OF CANDIDATES FOR THE ELECTION OF THE BOARD OF DIRECTORS OF CORPORATIONS BY “OUTGOING” DIRECTORS

Andrea Pontecorvi (Universidade de Palermo)⁵¹

SUMÁRIO: 1. Um sentimento comum. – 2. A eleição de órgão administrativo por votação em lista. – 2.1. Estrutura procedimental do voto em lista segundo o art. 147-ter TUF. – 3. O novo paradigma inaugurado pelo sistema de votação em lista. – 3.1. Limites e problemas do instituto jurídico. – 4. A apresentação da lista pelo órgão administrativo: o debate doutrinário. – 4.1. Resumo dos resultados. – 5. A intervenção do poder legislativo e a introdução do novo art. 147-ter.1 T.U.F. – 5.1. Estrutura e funcionamento da nova disciplina. – 6. A reação da doutrina. – 7. Considerações finais.

RESUMO

O legislador italiano, com a Lei nº 21 de 5 de março de 2024 realizou uma reforma do instituto do voto de lista para a eleição do órgão administrativo com referência à proposta da lista de candidatos pelo próprio conselho de administração cessante. A lei, precedida por um amplo debate sobre a legalidade e os limites dessa possibilidade, foi alvo de muitas críticas na doutrina italiana e, acima de tudo, suscitou

51 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.

inúmeros problemas de aplicação. Iniciando com a introdução do tema e uma panorâmica histórico-conceitual disso, a pesquisa aborda esses problemas de aplicação, relatando as interpretações e soluções elaboradas pelos autores que se ocuparam do tema.

A pesquisa visa apresentar ao leitor brasileiro as conotações de um peculiar caso jurídico italiano; colocar-se nessa perspectiva — ou seja, de quem não conhece e não vive esses problemas, porque está envolvido em outros problemas — leva, então, a repensar criticamente certas premissas e conclusões do objeto da presente pesquisa.

ABSTRACT

Under Italian law, the legislator has reformed the list-voting system for electing corporate boards of directors, specifically concerning the incumbent board's ability to propose a slate of candidates. Preceded by extensive debate on the legality and limits of this option, the reform has faced significant criticism from Italian legal scholars and, above all, has raised numerous practical challenges.

The study first introduces the topic and provides a historical and conceptual overview, then examines these practical challenges, presenting the interpretations and solutions proposed by scholars who have addressed the issue. The paper aims to introduce Brazilian readers to the features of this distinctive Italian legal case. Approaching the topic from this perspective—that of readers unfamiliar with these issues, being engaged in others—also prompts a critical reassessment of certain assumptions and conclusions underlying the subject of this study.

Palavras-chave: Lei da República Italiana nº 21 de 5 de março de 2024 - s.p.a. (sociedade por ações) - acionistas minoritários - conselheiro minoritário - eleição de órgão administrativo - votação por meio de listas de candidatos - conselho de administração “cessante”.

Keywords: Italian Republic Law nº 21 of 3/5/2024 – corporation – minority shareholders – minority director – board's appointment – slate voting – board's slate – incumbent board.

INTRODUÇÃO

O administrador minoritário, figura comum às experiências jurídicas italiana e brasileira, foi, no primeiro dos dois ordenamentos, o ponto de partida de uma tendência comum aos sistemas econômicos capitalistas, direcionada a promover a diversificação da composição interna do órgão administrativo das s.p.a. (*società per azioni*, i.e. *società anônima*). Esse resultado foi e é alcançado através do sistema de votação por meio de listas de candidatos: sendo uma peculiaridade italiana que, se por um lado, tem o mérito de provocar a mencionada mudança nos paradigmas de governança corporativa das sociedades italianas, apresenta, de outra perspectiva, o defeito de não se adaptar à mudança de paradigma ocorrida na composição acionária das grandes sociedades italianas listadas na bolsa. O advento da “propriedade fluida”, nessas sociedades, contraposta à tradicional propriedade concentrada, gerou várias disfunções no mecanismo do voto de lista, levando, em particular, o conselho de administração cessante — também aqui, em linha com tendências internacionais bem conhecidas — a tomar parte diretamente no processo eleitoral, apresentando a sua própria lista de candidatos. A partir de um episódio ocorrido na assembleia de uma dessas sociedades de “controle fluido”, em que o conselho de administração cessante se fez proponente da lista de administradores a eleger, eclodiu um alvoroço, que levou à intervenção, em um intervalo de tempo muito curto, da Autoridade de Supervisão dos Mercados (Consob), de grande parte da doutrina italiana e, por último, o próprio legislador, que reformou o instituto jurídico com uma lei fortemente contestada.

1. UM SENTIMENTO COMUM

Os sistemas societários (acionários) italiano e brasileiro compartilham muitas características de uma comum história

cultural⁵². A proteção dos acionistas minoritários, especialmente por meio da sua participação no conselho de administração de sociedades listadas, é uma clara evidência disso. Em ambos os sistemas jurídicos, esse é um resultado alcançado diretamente como resultado do que está prescrito na lei⁵³. Como é bem conhecido pelos estudiosos locais, no Brasil isso ocorre por força do art. 141 da Lei das S.A. (Lei nº 6.404/76), por meio do voto múltiplo, em sua variante funcional do voto cumulativo, mas juntamente com a exigência de que, nas sociedades abertas, a aplicação desse sistema de votação implique o direito dos acionistas minoritários (que representem, no mínimo, 15% do capital social) e dos acionistas preferenciais, sem direito a voto ou com voto restrito (que representem, no mínimo, 10% do capital social) de eleger, cada um, pelo menos um membro do órgão. O estudioso brasileiro, por outro lado, pode estar menos familiarizado com o fato de que, na Itália, um resultado semelhante (mas na expressão somente de um administrador por parte das minorias) passa por um método de votação diferente, que tem atraído muita atenção de estudiosos e da legislatura italiana nos últimos anos.

2. A ELEIÇÃO DE ÓRGÃO ADMINISTRATIVO POR VOTAÇÃO EM LISTA

Na Itália, a eleição dos órgãos - de administração e fiscalizador - da s.p.a. é de competência da assembleia geral de acionistas, que

52 Meus pensamentos se voltam facilmente para a obra de T. ASCARELLI. A grandeza, do homem e do jurista, ainda é palpável na Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, que tão calorosamente me recebeu no verão de 2023, e à qual agradeço com este escrito.

53 Para uma compreensão do sistema de votação brasileiro, consulte N. EIZIRIK, *A Lei das S/A Comentada*, vol. III, São Paulo, 3ª ed., 2021, pp. 43-50; C.A. DA SILVEIRA LOBO, **O voto múltiplo na eleição do Conselho de Administração das Sociedades Anônimas**, em *Rev. Forense*, v. 279, 1980, pp. 117-119; MODESTO S. B. CARVALHOSA - L.F.M. KUYVEN, **Tratado de Direito Empresarial: Sociedades Anônimas**, São Paulo, 2018, cap. XV.3 (consultado em www.jusbrasil.com.br).

decide por maioria absoluta⁵⁴. O Código Civil não estabelece regras e procedimentos para a eleição, que é deixada à liberdade contratual dos acionistas expressa no contrato social⁵⁵. No entanto, com o passar do tempo, foi estabelecido para empresas com ações cotadas na bolsa de valores o sistema de votação por meio de listas de candidatos, o que dá aos acionistas minoritários o direito de eleger pelo menos um membro.

O instituto foi previsto pela primeira vez na lei de privatização de empresas públicas (artigo 4º do Decreto-Lei nº 332, de 31 de maio de 1994, convertido na Lei nº 474, de 30 de julho de 1994)⁵⁶, e previa que, nas empresas privatizadas em que houvesse um limite para a participação individual no capital acionário, os administradores deveriam ser eleitos por meio de listas de candidatos apresentadas por acionistas e/ou administradores “cessantes”; no final da votação, a lista minoritária que tivesse obtido o maior número de votos tinha o direito de eleger um número de diretores igual a um quinto dos eleitos (sem considerar os administradores indicados pelo acionista público)⁵⁷. A reserva de

54 A referência genérica aos órgãos de administração e de vigilância deve-se ao fato de que, na Itália, as sociedades anônimas podem optar por três modelos diferentes de governança: (i) o modelo tradicional, que contempla o conselho de administração e o conselho fiscal e, na ausência de outra disposição nos estatutos, é o modelo de *default*; (ii) o modelo dualista, de origem alemã, que contempla um conselho de supervisão, encarregado da vigilância e da alta administração, que nomeia um conselho de direção; (iii) o modelo monista, de origem anglo-saxônica, que contempla somente o conselho de administração que nomeia um comitê de vigilância entre seus membros.

55 Os artt. 2.364 e 2.383 do CCiv. se limitam a atribuir o poder de nomeação dos administradores à assembleia de acionistas, e às condições de elegibilidade e mandato dos administradores, deixando assim os acionistas livres para determinar nos estatutos ou, de tempos em tempos, diretamente na assembleia de acionistas, os procedimentos de votação; para obter informações mais detalhadas v. R. SACCHI, **L'intervento e il voto nell'assemblea della s.p.a.**, em **Trattato delle società per azioni**, obra coletiva coordenada por G.E. Colombo - G.B. Portale, Turim, 1994, p. 295.

56 Sobre os motivos, as modalidades e os problemas jurídicos levantados pela lei de privatização, confirmam-se as contribuições de P.G. JAEGER, B. LIBONATI e R. COSTI em *Giur. comm.*, 1995, pp. 5ss.; mais amplamente, sobre operações de privatização v. MINISTERO DEL TESORO, DEL BILANCIO E DELLA PROGRAMMAZIONE ECONOMICA, *Libro bianco sulle privatizzazioni*, abril de 2001.

57 F. CHIAPPETTA, **Diritto del governo societario**, Pádua, 2013, p. 159; B. LIBONATI, **La faticosa “accelerazione” delle privatizzazioni**, em *Giur. comm.*, 1995, p. 50. Sobre a arquitetura regulatória geral, também S. ROSSI, **Il voto extrassembleare nelle società**

alguns assentos no conselho de administração para os conselheiros minoritários foi justificada pela estrutura peculiar dessas empresas, de tamanho considerável, destinadas à listagem e concebidas por lei como *public companies* (e as mesmas regras, como o limite de propriedade individual de ações, pressionaram nesse sentido). Portanto, a regra serviu para evitar, por um lado, o *entrenchment* dos diretores e, por outro lado, a aquisição de controle por acionistas minoritários.

Alguns anos mais tarde foi promulgado o *Testo Unico della Finanza* (d.lgs. nº 58 de 24 de fevereiro de 1998, “T.U.F.” para abreviar), que trouxe uma regulamentação orgânica do mercado e da intermediação financeira. Aqui, o sistema de votação em lista foi imposto a todas as empresas listadas, mas exclusivamente para a eleição do conselho fiscal (art. 148), sempre reservando a nomeação de um membro (bem como o Presidente do órgão) para a lista minoritária.

Por fim, na esteira de vários escândalos financeiros, em 2005 foi promulgada a *Legge sulla tutela del risparmio* (Lei de Proteção à Poupança, nº 262, de 28 de dezembro de 2005), que, entre as várias inovações feitas sobre mercados financeiros e empresas listadas, introduziu o art. 147-ter no T.U.F., contendo o dever de também proceder à eleição de administradores por meio de listas de candidatos⁵⁸.

di capitali, Milão, 1997, pp. 140, 156-158; R. D'AMBROSIO, *La borsa e la finanza*, em **Storia della legislazione bancaria finanziaria e assicurativa dall'unità d'Italia al 2011**, obra coletiva coordenada por E. Galanti - R. D'Ambrosio - A.V. Guccione, Collana storia della Banca d'Italia, vol. XI, Venezia, 2012, p. 403.

58 Sobre os eventos que levaram à *Legge sulla tutela del risparmio* e seu conteúdo, E. GALANTI, **Le banche**, em **Storia della legislazione bancaria finanziaria e assicurativa dall'unità d'Italia al 2011**, obra coletiva coordenada por E. Galanti - R. D'Ambrosio - A.V. Guccione, Collana storia della Banca d'Italia, vol. XI, Venezia, 2012, pp. 197-200. Por outro lado, sobre o voto em lista, N. CIOCCA, **Il voto di lista nella società per azioni**, Milão, 2018, dedicou uma monografia extensa e notável ao tema.

2.1 ESTRUTURA PROCEDIMENTAL DO VOTO EM LISTA SEGUNDO O ART. 147-TER TUF

Em detalhes, essa regra prescreve:

- que os estatutos das empresas listadas devem regular a eleição do órgão da administração votando em listas “bloqueadas” de candidatos⁵⁹;
- as listas são apresentadas por acionistas que representam um determinado valor do capital social⁶⁰;
- a assembleia de acionistas convocada para eleger o órgão da administração deve ser convocada com pelo menos quarenta dias de antecedência (art. 125-*bis*, co. 2, T.U.F.) e os acionistas podem enviar listas com vinte e cinco dias de antecedência; a sociedade publica as listas em seu site;
- pelo menos um membro do conselho eleito deve ser expresso pela lista minoritária que obteve o maior número de votos e que não esteja de forma alguma ligada aos acionistas que apresentaram ou votaram na lista que obteve o maior número de votos.

Em última análise, e em consonância com a cuidadosa observação de um Autor, um processo eleitoral livre original é substituído por uma eleição fortemente procedimentalizada, na qual a estrutura da

59 O acionista, portanto, vota em toda a lista, e não nos candidatos individuais, e isso obviamente afeta o objeto da deliberação, que será unitária e não composta de tantas deliberações quantos forem os assentos a serem preenchidos; cf. M. STELLA RICHTER JR., *Art. 147-ter*, em **Le società per azioni**, obra coletiva coordenada por P. Abbadessa e G.B. Portale, vol. II, Milão, 2016, p. 4.198.

60 A participação mínima no capital necessária para apresentar uma lista é definida pela Consob, por meio de regulamentação, no limite de um quadragésimo do capital acionário. Dentro desse limite, a Consob, no art. 144-*quater* do *Regolamento emittenti* (Resolução nº 11.971 de 14 de maio de 1999, abreviado como “*Reg. Emittenti*”), estabeleceu diferentes limites que variam de acordo com a capitalização do emissor e sua estrutura de propriedade acionária. Para um estudo aprofundado v. M. STELLA RICHTER JR., **Gli adeguamenti degli statuti delle società con azioni quotate dopo il d.lgs. n. 303/2006**, em *Riv. dir. soc.*, 2007, p. 194.

regra intervém imperativamente nos três momentos da proposta da deliberação, de sua votação e da proclamação dos resultados⁶¹.

3. O NOVO PARADIGMA INAUGURADO PELO SISTEMA DE VOTAÇÃO EM LISTA

A regra que impõe a eleição dos administradores por meio da apresentação e votação de listas de candidatos visa alcançar um resultado muito preciso, ou seja, a participação no conselho de um membro eleito por acionistas minoritários. Esse efeito tem repercussões substanciais na estrutura e no funcionamento do conselho de administração: o administrador minoritário, de fato, tem representado um elemento completamente dissonante em relação ao conceito de colegialidade, tal como tradicionalmente entendido em relação ao órgão administrativo; uma dissonância que, desde aquele primeiro momento, evoluiu e se enriqueceu com novos elementos até a afirmação de um novo paradigma na concepção e no entendimento da ação do órgão administrativo.

Para melhor compreender o que foi dito, considere-se que nos primórdios da codificação de 1942 (quando os Códigos Civil e Comercial foram unificados) o fato de que o poder de eleger administradores fosse expressamente atribuído à assembleia de acionistas levou vários autores a negar a legalidade das cláusulas do estatuto que previam sistemas alternativos de votação, como o voto

61 M. STELLA RICHTER JR., **Art. 147-ter**, *cit.*, pp. 4198-4199 aponta como o sistema com listas bloqueadas necessariamente desloca a proposta dos candidatos para um momento anterior e externo à assembleia; a votação, como já visto na nota 9, afeta a unidade do ato jurídico de deliberação e, por fim, a peculiaridade do sistema eleitoral acaba impondo ao presidente da assembleia “*di coordinare il mero dato numerico rinveniente dallo scrutinio dei voti (ricevuti dalle, in ipotesi, varie liste), con la regola elettorale, la quale non è solo quella che dispone come dividere i posti da coprire tra le liste che hanno ricevuto i voti e di come selezionare i singoli nominativi delle varie liste che debbono esprimere eletti, ma anche e soprattutto di stabilire quali liste siano effettivamente “di minoranza” e cioè siano prive di quei collegamenti con chi abbia proposto o votato la lista “di maggioranza” previsti dalla legge*”.

em lista com assentos reservados à minoria⁶². A ideia básica, portanto, era que, ao coincidir a maioria na assembleia de acionistas com o órgão administrativo em sua inteireza por ela nomeado, o sistema regulatório visava garantir a estabilidade da gerência da empresa, que seria prejudicada se fosse forçada a um processo contínuo de mediação entre interesses divergentes no conselho⁶³. Agora, é preciso dizer que outra parte da doutrina contrariava esses argumentos, no sentido da plena legalidade e legitimidade do sistema de votação por listas com assentos reservados para a minoria⁶⁴ e, como vimos, com o passar do tempo, isso se tornou a regra da lei. A abordagem legislativa pode ser explicada pela mudança na função dos órgãos da empresa listada e pela dinâmica operacional relacionada, com a assembleia de acionistas se tornando cada vez mais o lugar e o momento de oposição contra os atos do órgão administrativo, que, por sua vez, é sede de oposição e controle dos atos do *management*⁶⁵.

62 Para obter um resumo das várias posições v. S. ALVARO - G. MOLLO - G. SICILIANO, **Il voto di lista per la rappresentanza di amministratori di minoranza nell'organo di amministrazione delle società quotate**, em Quaderni giuridici Consob, novembro de 2012, p. 10.

63 Em outras palavras, no conselho de administração não foram considerados replicáveis, nem desejáveis, o conflito de interesses que, em vez disso, podem e devem surgir na assembleia de acionistas; cf. S. ALVARO - G. MOLLO - G. SICILIANO, *op. cit.*, p.10 (com extensas referências à doutrina).

64 G. MINERVINI, **Gli amministratori di società per azioni**, Mião, 1956, p. 14; W. BIGIARI, **I commercialisti e la fantasia**, em Riv. dir. civ., 1956, p. 3; G. SCALFI, **Clausole particolari per la nomina degli amministratori di società per azioni** (art. 2368, comma 1, c.c.), em Riv. soc., 1971, p. 46. Mais tarde, uma vez que a regra foi introduzida, F. DENOZZA, **L'amministratore di minoranza e i suoi critici**, em Giur. comm., 2005, pp. 771ss.; G. GUIZZI, **Il voto di lista per la nomina degli amministratori di minoranza nelle società quotate: spunti per una riflessione**, em Cor. giur., 2007, p. 272.

65 Sobre o poder da assembleia de acionistas de se opor aos atos administrativos, v. C. ANGELICI, **La società per azioni. Principi e problemi**, em **Trattato di diritto civile e commerciale** dirigido por A. Cicu - L. Mengoni - F. Messineo, Milão, 2012, pp. 292-294; B. LIBONATI, **Assemblea e patti parasociali**, em Scritti giuridici, I, Milão, 2013, pp. 340, 351; G. GUIZZI, **Le decisioni dei soci: profili tipologici**, em Riv. dir. comm., 2004, p. 1.009; M. MAUGERI, **Considerazioni sul sistema delle competenze assembleari nella s.p.a.**, em Riv. soc., 2013, pp. 341, 352; A. GUACCERO, **L'attivismo azionario: verso una riscoperta del ruolo dell'assemblea?**, em Riv. soc., 2016, p. 417.

Sobre o fenômeno da «fuga del management dal consiglio di amministrazione», com diversidade de posições, v. L. ENRIQUES, **Il ruolo dei consigli di amministrazione**

Assim, além do fortalecimento dos direitos dos acionistas (realizado, em particular, na esteira das *Shareholders Rights Directives* ⁶⁶), houve, ao longo do tempo, uma maior procedimentalização das funções do órgão de administração e, acima de tudo, sua composição cada vez mais articulada, de modo que, da distinção original e simples entre administradores executivos e não executivos, chegamos à inserção de mais figuras como, precisamente, do conselheiro minoritário e, a seguir, dos administradores independentes e do “gênero menos representado”⁶⁷ (mas em sociedades que operam em setores de risco sistêmico, especialmente os bancos, os requisitos relativos à composição do órgão administrativo e às qualidades individuais de seus membros são ainda mais rigorosos)⁶⁸. Em geral, pode-se dizer

delle società quotate italiane nell'era della disruptive innovation, em Banca impr. soc, 2017, pp. 15-17; C. MARCHETTI, **Composizione e nomina degli organi sociali: ovvero, le misure dei consigli di gestione e di sorveglianza**, em A.G.E., 2007, p. 306; G. MELO, **Per un ripascimento dell'organo amministrativo delle società quotate**, em A.G.E., 2019, p. 533.

66 Dir. 2007/36/CE de 3 de agosto de 2007 e Dir. 2017/828/UE de 17 de maio de 2017.

67 Em especial, o art. 147-ter, inciso 1-ter, estabelece a regra de equilíbrio de gênero, segundo a qual o gênero menos representado deve ocupar pelo menos 2/5 dos assentos do conselho; enquanto o inciso 4 fixa o número mínimo de conselheiros independentes (1 ou 2 se o conselho for composto por mais de 7 membros); em geral, sobre o processo de estratificação regulatória que levou às regras atuais sobre a composição do órgão (criticando a abordagem pela qual, diante de cada problema de agência, a solução foi buscada na introdução de um componente específico no conselho para compensar o “custo” correspondente) M. STELLA RICHTER JR., **Voto di lista e lista del consiglio: prospettive di riforma**, em Riv. soc., 2022, p. 624; **Il quadro legislativo italiano in materia di nomina ed elezione del consiglio di amministrazione: un modello o un'anomalia?**, em Oss. dir. civ. comm., 2017, pp. 182, 191-194; **Sulla composizione e sulla elezione dell'organo amministrativo di società quotata**, em Riv. dir. comm., 2012, pp. 66-68, 72-74; para um estudo aprofundado sobre a disciplina italiana dos conselheiros independentes v. G. STRAMPELLI, **Sistemi di controllo e indipendenza nelle società per azioni**, Milão, 2013, esp. pp. 80, 190; P. FERRO LUZZI, **Indipendente... da chi; da cosa?**, em Riv. soc., 2008, pp. 204ss.; F. CHIAPPETTA, **Gli amministratori indipendenti e gli amministratori di minoranza**, em Riv. dir. soc., 2009, p. 856.

68 Veja-se o decreto do *Ministero dell'Economia e delle Finanze* N.º 169 do 23 novembro 2020 e as *Disposizioni di vigilanza per le banche*, contidas na Circular n.º 285 da *Banca d'Italia*, de 17 de dezembro de 2013, e atualizadas em 10 de março de 2015, na Parte Um, Título IV, Cap. I, Seção IV, Art. 2.1, alíneas c) e d), cujo conteúdo está, além disso, em clara contradição com a nova disciplina, estabelecida no § 6 infra, e para o problema específico de coordenação nota 48 infra.

Na doutrina, sobre a natureza institucionalista das regras relativas às empresas bancárias, particularmente na composição do conselho de administração e na seleção

que o conselho de administração foi modelado em uma composição que busca a *diversity*⁶⁹.

3.1 LIMITES E PROBLEMAS DO INSTITUTO JURÍDICO

Esse processo teve repercussões imediatas na dimensão colegiada do órgão administrativo, pois, embora a colegialidade continue sendo instrumental com respeito à busca do interesse social, é necessário estabelecer sua orientação, ou seja, como as decisões coletivas devem ser tomadas, e, portanto, se as regras que regem o funcionamento do conselho devem ser entendidas e interpretadas de acordo com uma lógica somente “ponderativa” (ou seja, cooperação dos membros com vistas à melhor decisão possível) ou “compromissória” dos diferentes interesses, sociais e extra-sociais, representados pelas várias figuras que fazem parte do órgão administrativo⁷⁰. Esta última é hoje a

de seus membros A. SACCO GINEVRI, **Nuovi equilibri fra soci e amministratori nelle banche italiane quotate**, em *Liber Amicorum Guido Alpa*, obra coletiva coordenada por F. Capriglione, Milão, 2019, pp. 282, 286, 291-294.

69 A circunstância é imediatamente evidente na última minuta do *Codice di Corporate Governance per le Società Quotate* de 2020, em que a referência aos objetivos de desenvolvimento sustentável e criação de valor a longo termo está vinculada à recomendação sobre a adoção de critérios de diversidade na composição do órgão de administração (art. 2, princípio nº VII, e recomendação nº 8) e, da mesma forma, no anterior *Codice di autodisciplina di Borsa Italiana* de 2018 (nos princípios 2.P.4 e 8.P.2). Na doutrina cf. F. GHEZZI - M. EREDE, **La composizione del consiglio di amministrazione nelle società quotate**, em *Regole del mercato e mercato delle regole. Il diritto societario e il ruolo del legislatore*, editado por G. Carcano - C. Mosca - M. Ventrone, Milão, 2016, pp. 381ss.; P. MONTALENTI, em AA.VV., **La presentazione della lista del c.d.a. da parte del consiglio uscente**, em *Giur. comm.*, 2022, p. 1.105.

70 Na teoria da administração, as funções do colégio são tradicionalmente identificadas na ponderação da melhor decisão em módulos colegiados que atendem a interesses externos, como o conselho de administração, ou na composição dos diversos interesses em módulos que atendem a interesses internos, como a assembleia de acionistas; v. S. VALENTINI, **La collegialità nella teoria dell'organizzazione**, Milão, 1968. Em consonância com isso, consideram o conselho de administração limitado ao desempenho de uma função ponderativa P. ABBADESSA, **La gestione dell'impresa nella società per azioni. Profili organizzativi**, Milão, 1975, pp. 100-108; V. ALLEGRI, **Contributo allo studio della responsabilità civile degli amministratori**, Milão, 1979, pp. 198-204; F. BONELLI, **Gli amministratori di società per azioni**, *cit.*, p. 25; diferentemente, no sentido de uma função de mediação ou representação dos vários

reconstrução mais amplamente aceita, portanto, um parâmetro novo e diferente na avaliação da legalidade da ação do órgão administrativo⁷¹.

Essa breve digressão nos permite entender o contexto no qual a disciplina do voto em lista está inserida, mas também, e de uma perspectiva inversa, como foi o próprio instituto que desencadeou essa mudança de paradigma, conformando assim o contexto de referência de acordo com uma ordem precisa de efeitos.

A busca desses efeitos (que podem ser resumidos como um maior pluralismo dentro do órgão de administração) é alcançada por meio de uma disciplina imperativa e rígida, que em sua real extensão, no entanto, também gera consequências que nem sempre são positivas. A realidade das sociedades listadas, pelo menos nos últimos quinze anos, revela, de fato, um desvio significativo entre o esquema abstrato e a realidade factual; assim, seguindo o ensinamento de um grande Autor, *“se il quadro del fenomeno storico nella sua purezza concettuale non può mai essere rintracciato empiricamente nella realtà, occorre tuttavia constatare in ogni singolo caso la maggiore o minore distanza della realtà stessa dall’ipotesi, per verificarne il contenuto e i limiti di rispondenza”*⁷². Nessa perspectiva, é preciso considerar que o voto em lista foi concebido tendo em vista a realidade das empresas

interesses inerentes à empresa social v. N. SALANITRO, **L’invalidità delle delibere del consiglio di amministrazione di società per azioni**, Milão, 1965, pp. 67, 177; L. CALVOSA, **Sui poteri individuali degli amministratori di società per azioni, em Amministrazione e controllo nel diritto delle società**. Liber amicorum Antonio Piras, obra coletiva coordenada por A. Vicari – C. Angelici, Turim, 2010, p. 369; V. PINTO, **Funzione amministrativa e diritti degli azionisti**, Turim, 2008, pp. 103-104; e para uma posição resumida eficaz e crítica das diferentes perspectivas v. M. STELLA RICHTER JR., **La collegialità del consiglio di amministrazione tra ponderazione dell’interesse sociale e composizione degli interessi sociali, em Amministrazione e amministratori di società per azioni**, editado por B. Libonati, Milão, 1995, pp. 289-300.

71 M. STELLA RICHTER JR., **Profili attuali dell’amministrazione delle società quotate**, em *Giur. comm.*, 2021, pp. 423-424; *La collegialità del consiglio di amministrazione tra ponderazione dell’interesse sociale e composizione degli interessi sociali*, *cit.*, pp. 311-312; *Appunti sulla evoluzione della disciplina dell’amministrazione delle società quotate e sulle prospettive di riforma*, em *Riv. dir. comm.*, 2015, p. 50; G. MEO, **L’amministrazione delle società quotate, em Il Testo Unico finanziario**, obra coletiva coordenada por M. Cera – G. Presti, Turim, 2020, pp. 1.815, 1.862.

72 S. PESCATORE, **Attività e comunione nelle strutture societarie**, Milão, 1974, p. 5.

cotadas em bolsa com propriedade altamente concentrada, às quais contrapunha-se um acionista de mercado, o “*retail*”. Hoje, embora não existam realmente *public companies* na Itália, não se pode deixar de observar uma evolução, especialmente nas empresas com maior (preponderante) capitalização, para um “controle fluido”, ou seja, onde os sócios acionistas estratégicos - sozinhos ou em conjunto com outros - não são capazes de predeterminar o resultado das decisões da assembleia de acionistas⁷³. Por outro lado, os acionistas minoritários também mudaram sua fisionomia ao longo do tempo, com uma parcela predominante de investidores institucionais (especialmente estrangeiros), passivos na gestão de seus investimentos⁷⁴. Essa mudança no quadro de referência do voto em lista influenciou diretamente os efeitos da regra, e isso é bem compreendido ao se prestar atenção a dois eventos.

O primeiro é o da inversão entre maioria e minoria, no sentido de que, em algumas disputas eleitorais, a lista apresentada pelos acionistas minoritários (uma lista “curta”, porque foi projetada para expressar apenas um componente) foi a vencedora, enquanto a lista do acionista majoritário (uma lista “longa”, ou seja, incluindo todos os componentes menos um) ficou em segundo lugar. O caso, que cria uma distorção óbvia no sistema, já que a lista mais votada (ou seja, a majoritária) acaba sendo a lista minoritária, destaca claramente a estrutura alterada na propriedade da empresa, com “*le maggioranze che diventano minoranze*” e “*le minoranze che non vogliono o non possono crescere*”⁷⁵. E é aí que reside o ponto: em uma estrutura de propriedade fluida, os investidores minoritários não têm incentivo para participar ativamente do processo eleitoral, tanto por causa da conhecida lógica

73 S. CACCHI PESSANI, **Il voto di lista per la nomina degli amministratori nelle società a controllo “fluido”: prassi, problemi e prospettive**, em *Riv. soc.*, 2021, pp. 706, 714-715.

74 M. STELLA RICHTER JR., em AA. VV., **Il voto di lista. Un istituto ancora attuale?**, editado por A. Perrone e G. Strampelli, em *Riv. O.D.C.*, 2022, p. 646; **Il quadro legislativo italiano in materia di nomina ed elezione del consiglio di amministrazione**, cit., pp. 184-185.

75 M. STELLA RICHTER JR., **Il quadro legislativo italiano in materia di nomina ed elezione del consiglio di amministrazione**, cit., p. 185.

subjacente à “apatia racional do investidor” quanto, em particular, por causa dos custos de transação significativos aos quais estão sujeitos diante de um determinado arranjo das regras⁷⁶. É sobre essas bases, então, que o segundo evento é enxertado, na resposta a essas ineficiências (acima de tudo, o fato de os acionistas apresentarem apenas listas curtas, como tal inadequadas para formar o conselho) por meio do adiamento para o órgão administrativo da apresentação de sua própria lista de candidatos para a renovação do mesmo órgão.

4. A APRESENTAÇÃO DA LISTA PELO ÓRGÃO ADMINISTRATIVO: O DEBATE DOUTRINÁRIO

A apresentação de uma lista de candidatos pelo conselho de administração “cessante” é uma prática bastante difundida no cenário internacional e tem sido recorrente na Itália há vários anos⁷⁷. Um episódio de conflito, ou melhor, de contestação da lista do conselho por parte de um acionista relevante de uma grande empresa italiana, no entanto, desencadeou um debate considerável em doutrina; um

76 Sobre os desincentivos dos acionistas minoritários para propor resoluções na assembleia de acionistas v. L.A. BEBCHUK, **The case for increasing shareholder power**, em *Harv. L. Rev.*, 2005, p. 876 e, mais especificamente, sobre o fato que os desincentivos são causados não por regras individuais, mas pela soma delas v. B.S. BLACK, *Shareholder Passivity Reexamined*, em *Mich. L. Rev.*, 1990, p. 527. Sobre as razões que, na Itália, limitam concretamente os investidores institucionais na apresentação de listas longas, identificamos, em particular: i) o risco de integrar uma situação de controle conjunto relevante para a obrigação de fazer uma OPA nos termos dos arts. 101-bis e 106 T.U.F, porque o art. 44-ter Reg. Emittenti prevê uma presunção absoluta de controle conjunto no caso de coordenação de vários acionistas - conjuntamente acima do limite de controle - com vistas à apresentação de uma lista longa; ii) a existência de proibições ou práticas regulatórias que impeçam fundos mútuos abertos de assumir o controle das empresas nas quais investem. Sobre ambos os pontos v. S. CACCHI PESSANI, **Il voto di lista per la nomina degli amministratori nelle società a controllo “fluida”**, *cit.*, pp. 707, 717-719.

77 M. BELCREDI - S. BOZZI - C. DI NOIA, **Board elections and shareholder activism: the Italian experiment**, em **Boards and shareholders in European listed companies**, obra coletiva coordenada por M. Belcredi - G. Ferrarini, Cambridge, 2013, pp. 250ss.; M. BIANCHI, **Commento al DDL “Modifiche al decreto legislativo 24 febbraio 1998 n. 58, in materia di presentazione di liste di candidati da parte dei consigli di amministrazione uscenti delle società quotate”**, em *Riv. soc.*, 2022, p. 556; M. BELCREDI, **La lista del cda uscente in prospettiva internazionale**, *ibid.*, p. 565.

debate que foi acentuado por uma consulta sobre o ponto promovida pela autoridade de supervisão do mercado (Consob) e por um projeto de lei parlamentar, que não teve um resultado positivo, mas contribuiu para ampliar a discussão⁷⁸.

Há uma considerável diversidade de pontos de vista sobre o tema entre os autores. Embora o art. 147-ter T.U.F. pareça excluir o poder dos administradores de apresentar uma lista, porque a disposição menciona apenas a proposta dos acionistas, a unanimidade dos intérpretes, no entanto, considera o órgão administrativo legitimado a apresentá-la⁷⁹. A partir dessa base comum, então, as posições se diversificam, na medida em que, para alguns, a legitimidade seria plena e decorreria do poder-dever mais geral do órgão administrativo de apresentar propostas à assembleia de acionistas, enquanto para outros a legitimidade seria apenas residual, ou seja, um poder-dever de intervir na eleição somente na hipótese de os acionistas não apresentarem listas de candidatos capazes de preencher todos os cargos a serem eleitos⁸⁰. Outra divisão insiste em saber se tal

78 O caso citado é o que diz respeito à assembleia de acionistas da Assicurazioni Generali s.p.a. em abril de 2022 (parcialmente reconstruído por M. BELCREDI, **I rivolgimenti triestini e il rischio della lista del Cda**, em *ilsole24ore.it*, 30 de setembro de 2021; P. MARCHETTI, **Note e documenti sulla “lista del Consiglio” e il caso Assicurazioni Generali**, em *Riv. soc.*, 2022, pp. 507ss., 523ss.).

A consulta promovida pela Consob pode ser encontrada em seu *Richiamo di attenzione* No. 1/22 de 21 de janeiro de 2022.

Por fim, o projeto de lei acima mencionado (nº 2433), intitulado “*Modifiche al decreto legislativo 24 febbraio 1998 n. 58, in materia di presentazione di liste di candidati da parte dei consigli di amministrazione uscenti delle società quotate*”, foi apresentado durante a 18ª legislatura (para uma reconstrução do mesmo v. M. LIVA, *La lista del cda è una buona idea?*, em *lavoce.info*, 12 de fevereiro de 2022) e foi debatido em uma audiência na Câmara dos Deputados por vários expoentes da doutrina jurídica italiana, todos - com argumentos diferentes - contrários ao conteúdo do projeto de lei (os discursos podem ser encontrados em *Riv. soc.*, 2022, pp. 549ss.).

79 Uma interpretação formal e literal da regra confinaria o poder de propor candidatos apenas aos acionistas, embora se considere mais correto interpretar a regra de acordo com um cânone substantivo e sistemático, cf. M. VENTORUZZO, **Note sulla lista del consiglio uscente per l'elezione degli amministratori nelle società quotate**, em *Riv. soc.*, 2020, p. 1.411; S. FORTUNATO, em *AA.VV.*, **La presentazione di una lista del c.d.a. da parte del consiglio uscente**, em *Giur. comm.*, 2022, p. 1.096.

80 No sentido de plena legitimidade, observou-se que a apresentação de uma lista pelo conselho “cessante” “*è il frutto di una decisione organizzativa che gli amministratori possono assumere solo qualora ritengano, nell'adempimento dei doveri di diligenza professionali inerenti*

legitimidade exige sempre uma cláusula específica no estatuto social autorizando o órgão administrativo nesse sentido, ou se, mesmo na ausência de disposição expressa, a legitimidade é inerente aos poderes do órgão⁸¹. Por fim, para complicar o quadro, deve-se observar que os precedentes jurisprudenciais sobre esse ponto, embora não sejam perfeitamente pertinentes, são negativos em relação à legitimidade do fenômeno em questão⁸².

al proprio ufficio, che la lista consiliare sia lo strumento per realizzare al meglio l'interesse sociale”, assim M. Maugeri, **Sulla lista consiliare “di minoranza”**, em Riv. soc., 2022, p. 589 (mas veja-se também p. 587); além disso, dada a regra que confia ao órgão administrativo a tarefa de fornecer à empresa “assetti organizzativi adeguati” (arts. 2.086 e 2.381, c/c 3 e 5, Cciv.), autoavaliando assim a composição ideal do futuro conselho (supra notas 18 e 19), o cumprimento da proposta seria o resultado v. A. Perrone – P.M. Sanfilippo, **La lista presentata dal consiglio di amministrazione nelle società a proprietà concentrata**, em Riv. dir. banc., 2022, p. 7; para considerações semelhantes com relação à função e ao poder-dever v. M. Ventoruzzo, **Intervento**, em Riv. soc., 2022, p. 628; M. Stella Richter Jr., **Voto di lista e lista del consiglio: prospettive di riforma**, cit., p. 625; P. Marchetti, **Note e documenti sulla “lista del Consiglio” e il caso Assicurazioni Generali**, cit., pp. 513-514.

De outra perspectiva, eles consideram que os administradores teriam apenas uma função de substituição, podendo agir somente quando nenhum dos acionistas desejasse apresentar uma lista “longa” cf. R. SACCHI, *Una proposta in tema di lista del c.d.a.*, em Riv. soc., 2022, p. 605; G. SCOGNAMIGLIO, **L'elezione dell'organo amministrativo sulla base di liste degli amministratori uscenti: brevi note su un recente disegno di legge**, ibid., pp. 616-617; G. BALLERINI, **La lista del consiglio di amministrazione**, em Riv. dir. civ., 2022, pp. 746, 763, 768.

Por fim, a única voz isolada no sentido da falta de legitimidade dos administradores “cessantes” para apresentar sua própria lista é G. MOLLO, **La clausola statutaria che consente al c.d.a di presentare una propria lista per il suo stesso rinnovo è legittima?**, em Giur. comm., 2022, p. 528.

81 Argumentam sobre a necessidade de uma cláusula que autorize a ação do conselho A. NUZZO, **Osservazioni**, em Riv. soc., 2022, p. 598; M. MAUGERI, **Sulla lista consiliare “di minoranza”**, cit., p. 587, nota 2; N. CIOCCA, **Il voto di lista nella società per azioni**, cit., pp. 403-405; A. PERRONE – P.M. SANFILIPPO, **La lista presentata dal consiglio di amministrazione nelle società a proprietà concentrata**, cit., p. 16 nota 18; G. BALLERINI, **La lista del consiglio di amministrazione**, cit., p. 752. Ao contrário, consideram que a iniciativa dos administradores é sempre justificada pelos poderes diretamente atribuídos a eles pela lei P. MARCHETTI, **Note e documenti sulla “lista del Consiglio” e il caso Assicurazioni Generali**, cit., pp. 511-512; G. SCOGNAMIGLIO, **L'elezione dell'organo amministrativo sulla base di liste degli amministratori uscenti**, cit., pp. 612-613; M. VENTORUZZO, **Note sulla lista del consiglio uscente per l'elezione degli amministratori nelle società quotate**, cit., p. 1.408; M. IRRERA, em AA. VV., **Il voto di lista. Un istituto ancora attuale?**, editado por A. Perrone e G. Strampelli, em Riv. O.D.C., 2022, p. 655.

82 Cass. 13 de setembro de 2007, n. 19.160, em Giur. comm., 2009, p. 60, considerou ilegítimo o direito atribuído pelo estatuto aos administradores de apresentar sua própria lista de candidatos para a eleição do conselho fiscal (sempre nomeados pelos acionistas), pois isso implicaria uma violação do direito de nomear pelo menos um membro conferido

aos acionistas minoritários (o precedente está, no entanto, desatualizado em relação ao estado da lei, pois se refere a uma versão anterior do art. 148 T.U.F. que não mencionava a proibição de ligação). De qualquer forma, o cerne da decisão está no sentido da não interferência dos administradores. Para um comentário sobre o caso v. M.P. FIORUZZI - F. LIONE, **Il problema delle clausole statutarie di società quotate che attribuiscono al consiglio di amministrazione il potere di presentare una lista per la nomina di amministratori o sindaci**, em Riv. dir. soc., 2007, p. 91.

Ainda antes, deve-se observar uma outra tendência de jurisprudência mais pertinente ao assunto aqui examinado, que partiu do art. 2.386, inciso 1, CCiv que, no caso de vacância ou impedimento dos administradores, permite que os demais nomeiem substitutos (cooptação) com eficácia provisória até a próxima assembleia geral de acionistas devidamente instalada. A regra desencadeou um debate sobre até que ponto o princípio da competência exclusiva da assembleia de acionistas sobre a nomeação dos administradores não era obrigatório, uma vez que, em vários precedentes jurisprudenciais (Cass., 17 de abril de 1990, nº 3.181, em Foro it., 1991, p. 1.533; Trib. Monza, 29 de janeiro de 1981, em Giur. comm., II, 1983, p. 121; Trib. Catânia, 23 de julho de 1965, em Dir. fall, 1965, p. 940), foi negada a legitimidade de cláusulas do estatuto social que, por ocasião da renovação dos órgãos sociais, reservavam determinados assentos no conselho de administração para a escolha do mesmo conselho, delegando, assim, ao conselho de administração recém-nomeado a competência para se suplementar, elegendo os membros faltantes. No entanto, segundo os autores favoráveis a essa expressão de autonomia privada, a cooptação dos administradores delegaria tacitamente a eles o poder de nomeação da assembleia de acionistas, de modo que, se essa delegação de poder fosse expressa, não haveria problema em admitir um sistema de cooptação original; v. E. VALSECCHI, **Nomina di amministratori per cooptazione**, em Riv. soc., 1959, p. 474; A. GIULIANI, **Società commerciali – Questioni ed opinioni**, em Riv. not., 1951, p. 547; A. SCIALOJA, **Rassegna critica della giurisprudenza onoraria in materia di società per azioni** (Giurisprudenza del 1911 – 1912 – 1913 – 1914), em Saggi di vario diritto, II, Roma, 1928, p. 159; reflexões mais aprofundadas sobre esse ponto foram feitas por G. GUIZZI, **Nomina degli amministratori e cooptazione, em Amministrazione e amministratori di società per azioni**, editado por B. Libonati, Milão, 1995, pp. 51–55, 68–72.

Contra essa proposta interpretativa, outra parte substancial da doutrina argumentou que a nomeação de diretores por cooptação, nos termos do art. 2.386, inciso 1, CCiv, seria uma regra de valor excepcional; v. G. FRÈ, **L'organo amministrativo nelle società anonime**, Roma, 1938, pp. 92–93; P.G. JAEGER, **Nomina degli amministratori: norme inderogabili, regole «general» e autonomia delle società**, em Giur. comm., 1986, p. 879; F. CHIOMENTI, **Note minime in tema di nomine di amministratori di s.p.a. per cooptazione**, em Riv. dir. comm., 1991, p. 317; G. SPATAZZA, **Consiglio di amministrazione incompleto e sostituzione degli amministratori mancanti**, em Riv. soc., 1967, pp. 1.269–1.271.

De acordo com essa última doutrina, os acionistas nunca poderiam ser impedidos de escolher livremente quem deveria assumir as funções de gestão, e esse princípio foi bem ilustrado em várias decisões jurisprudenciais nas quais, com relação a assembleias de acionistas nas quais os diretores foram nomeados por meio de listas de candidatos em cédulas pré-impressas, e nas quais os diretores propuseram seus próprios candidatos, decidiu-se que ambos os eventos não constituíam uma violação do direito de nomeação dos acionistas, desde que os acionistas tivessem tido a oportunidade de se afastar da proposta e propor e votar em outros nomes (Trib. Sulmona, 14 de maio de 1994, em Riv. dir. comm., II, 1994, p. 395; App. L'Aquila, 24 de agosto de 1998, em Giur. it., 1999, p. 1.252 anularam a deliberação de nomeação conduzida por meio de cédulas pré-impressas porque os acionistas não haviam sido informados da possibilidade de excluir os nomes indicados pelos conselheiros nas cédulas e propor seus próprios nomes; no mesmo sentido, consideraram que a votação por meio de cédulas pré-impressas, nas quais os

4.1 RESUMO DOS RESULTADOS

Esse emaranhado de vozes discordantes é explicado pelos dois perfis de relevância do fenômeno, ou seja, os efeitos positivos que ele é capaz de gerar no sistema e, ao mesmo tempo, os perigos e as distorções que pode causar. Quanto aos primeiros, foram destacados a continuidade na ação do conselho, o conhecimento da empresa, o aumento das opções em favor dos acionistas e a maior transparência e responsabilidade (pelo menos do ponto de vista da reputação) na escolha dos candidatos, o que deve resultar em uma garantia na seleção das qualidades dos perfis escolhidos⁸³. Os perigos, por outro lado, estão ligados aos casos bem conhecidos de *entrenchment*, autoperpetuação e autorreferencialidade dos administradores, e à vantagem estrutural que eles têm sobre os acionistas na disputa eleitoral, considerando também os obstáculos impostos a estes últimos pelas regras de controle conjunto em ofertas públicas de aquisição obrigatórias⁸⁴. Dentre esses riscos gerados pela ingerência dos administradores

conselheiros indicavam os nomes, era admissível, mas com a opção de os acionistas se afastarem dela e aderirem a quaisquer outras propostas: App. Bolonha, 4 de abril de 1992, em *Giur. comm.*, II, 1993, p. 621; Cass., 11 de julho de 1995, nº 7.576, em *Studium juris*, 1996, p. 107; 29 de novembro de 2000, nº 15.302, em *Soc.*, 2001, p. 300; Trib. Bari, 20 de dezembro de 1988, em *Giur. comm.*, II, 1989, p. 741).

83 A. NUZZO, *Osservazioni*, cit., p. 596; N. CIOCCA, em AA. VV., **Il voto di lista. Un istituto ancora attuale?**, editado por A. Perrone e G. Strampelli, em *Riv. O.D.C.*, 2022, pp. 648-649; M. VENTORUZZO, *ibid.*, p. 650; **Intervento**, cit., pp. 628-629; **Note sulla lista del consiglio uscente per l'elezione degli amministratori nelle società quotate**, cit., p. 1.407; M. STELLA RICHTER JR., **Voto di lista e lista del consiglio**, cit., p. 625; G. SCOGNAMIGLIO, **L'elezione dell'organo amministrativo sulla base di liste degli amministratori uscenti**, cit., p. 614.

84 Como é bem conhecido, o tema foi seriamente investigado na doutrina norte-americana, em conexão com as proxy fights v. M.A. EISENBERG, **The Structure of Corporation Law**, em *Columb. L. Rev.*, 1989, pp. 1.472-1.473; **Access to the Corporate Proxy Machinery**, em *Harv. L. Rev.*, 1970, pp. 1.494-1.496, 1.504 e, de modo mais geral, à misallocation de recursos da sociedade por meio de escolhas corporativas feitas por managers que não são mais adequadamente competentes, uma vez que se auto perpetuam no comando da corporação, independentemente das necessidades concretas da própria corporação v. A. SHLEIFER- R.W. VISHNY, **A Survey of Corporate Governance**, em *Journal of fin.*, 1997, p. 743, M.C. JENSEN - R.S. RUBACK, **The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence**, em *Journal fin. econ.*, 1983, pp. 50-51, que incisivamente apontam que “poor managers who resist being replaced might be the costliest manifestation of the agency problem”.

na renovação de seu órgão, há um, em especial, que deve ser cuidadosamente considerado, qual seja, a possível ligação entre a lista do órgão administrativo e a lista do acionista majoritário. Como visto, a reserva de assento para a minoria passa pela proibição de ligação entre a lista da minoria e a do acionista majoritário. A apresentação da lista do conselho de administração suscitou, então, a questão de saber se ela deveria ser sempre considerada ligada ao acionista majoritário e, portanto, se ficasse em segundo lugar em termos de número de votos, automaticamente excluída da alocação do assento da minoria. Se em empresas com propriedade concentrada, nessas hipóteses, a conexão parece inevitável, em empresas com uma estrutura acionária fracionada, o resultado poderia ser injusto, pois aqui seria possível avaliar concretamente, de acordo com os parâmetros regulatórios estabelecidos pela Consob, se há ou não uma ligação de fato⁸⁵.

Na doutrina italiana v. S. CACCHI PESSANI, **Il voto di lista per la nomina degli amministratori nelle società a controllo “fluida”**, cit., pp. 708, 716-718, 730-733; M. IRRERA, cit., p. 647; **Presentazione di liste di candidati da parte dei consigli di amministrazione uscenti delle società quotate** (A.S. 2433), em Riv. soc., 2022, pp. 574, 579; M. BIANCHI, **Commento al DDL “Modifiche al decreto legislativo 24 febbraio 1998 n. 58, in materia di presentazione di liste di candidati da parte dei consigli di amministrazione uscenti delle società quotate”**, cit., p. 557; R. SACCHI, **Una proposta in tema di lista del c.d.a.**, cit., p. 603; M. VENTORUZZO, **Intervento**, cit., pp. 629-630.

85 A proibição de ligação entre a lista que ficou em primeira posição por número de votos e a lista que ficou em segunda por número de votos está estabelecida no art. 147-ter, inciso 2, T.U.F., melhor especificado no art. 144-sexies Reg. emittenti e analiticamente articulado na Comunicação Consob DEM/9017893 de 26 de fevereiro de 2009. Em suma, ao apresentar a lista, todos aqueles que não podem ser considerados acionistas majoritários ou, em qualquer caso, no controle da empresa, devem atestar a ausência de qualquer relação de conexão com os primeiros, exemplificada nas fontes acima mencionadas em várias hipóteses, todas elas remontáveis à existência de um co-interesse que prenuncia o exercício de influência em pelo menos um dos dois lados da relação jurídica. Embora para alguns autores o conselho de administração, como não acionista e não subjetivado (como órgão colegiado), estaria exonerado dessa disciplina (cf. M. VENTORUZZO, **Note sulla lista del consiglio uscente per l’elezione degli amministratori nelle società quotate**, cit., pp. 1.413-1.415), a preferência é pela solução que encontra, em qualquer caso, a ligação da lista do conselho, com a consequência de que, em empresas com propriedade concentrada, sempre haverá uma presunção absoluta e insuperável de ligação (e, nesse caso, a influência passa do poder/ameaça de revogação que o acionista majoritário pode exercer a qualquer momento em relação a qualquer conselheiro dissidente). De outra forma, em empresas com propriedade fracionada, a presunção deve ser entendida apenas relativamente e, portanto, superável, porque as relações de ligação estabelecidas pela Consob podem

Por fim, além das principais questões aplicativas brevemente expostas, a questão da apresentação de uma lista de candidatos pelo conselho de administração “cessante” também foi analisada em sua dinâmica procedimental, particularmente no âmbito do “*Richiamo di attenzione*” da Consob acima mencionado, na qual vários autores apresentaram algumas propostas para aumentar as garantias ou, em todo caso, limitar os possíveis desvios oportunistas do instituto, no que diz respeito aos procedimentos de tomada de decisão por meio dos quais o órgão administrativo apresenta sua lista⁸⁶.

não existir de fato, e também porque, se isso fosse operar independentemente de qualquer avaliação, a consequência negativa seria que o representante escolhido pela minoria seria excluído em favor de um candidato menos representativo. Para conclusões semelhantes v. M. MAUGERI, *Sulla lista consiliare “di minoranza”*, cit., p. 591; N. CIOCCA, **Il voto di lista nella società per azioni**, cit., pp. 407, 437; M. STELLA RICHTER JR., **Voto di lista per l’elezione delle cariche sociali e legittimazione dell’organo amministrativo alla presentazione di candidati**, em Riv. dir. soc., 2007, p. 44; Art. 147-ter, cit., p. 4.197; enquanto exclui a legitimidade da presunção absoluta de ligação v. P. MARCHETTI, **Note e documenti sulla “lista del Consiglio” e il caso Assicurazioni Generali**, cit., p. 584; A. PERRONE – P.M. SANFILIPPO, **La lista presentata dal consiglio di amministrazione nelle società a proprietà concentrata**, cit., p. 656.

86 A importância de que o processo de seleção de candidatos ocorra de forma transparente e documental, com atas e justificativas da decisão foi apontada, cf. P. MARCHETTI, **Note e documenti sulla “lista del Consiglio” e il caso Assicurazioni Generali**, cit., pp. 518-519; G. SCOGNAMIGLIO, **L’elezione dell’organo amministrativo sulla base di liste degli amministratori uscenti**, cit., p. 615 nota 10; alternativamente, chamou-se a atenção para a conveniência de um engagement prévio com os acionistas e, em todo caso, que o processo de seleção deveria passar por um comitê de nomeação e governança corporativa, composto por conselheiros independentes, para verificar a ausência de qualquer relação de ligação, v. A. PERRONE – P.M. SANFILIPPO, **La lista presentata dal consiglio di amministrazione nelle società a proprietà concentrata**, cit., pp. 11-13, 16. Por fim, foi proposto aumentar o quórum para a tomada de decisão de uma maioria simples para uma maioria qualificada, v. M. IRRERA, cit., p. 649. Em geral, uma análise das práticas seguidas pelas sociedades nas quais o conselho de administração apresentou sua própria lista de candidatos mostrou que todos ou a maioria desses arranjos foram, de qualquer forma, adotados voluntariamente, cf. M. BELCREDI, **La lista del cda uscente in prospettiva internazionale**, *ivi*, pp. 562-566. Para um resumo de todas as propostas procedimentais, com uma discussão aprofundada e considerável dos vários problemas v. F. VELLA, em AA.VV., **La presentazione di una lista del c.d.a. da parte del consiglio uscente**, em Giur. comm., 2022, pp. 1.112-1.118.

5. A INTERVENÇÃO DO PODER LEGISLATIVO E A INTRODUÇÃO DO NOVO ART. 147-TER1 T.U.F.

O intenso debate doutrinário em torno da lista do conselho de administração evidenciou a necessidade de uma reforma do instituto. Como vimos, à medida que muda a realidade sócio-normativa em que se insere o voto em lista (da típica sociedade com propriedade concentrada para a sociedade de “controle fluido”), mudam as funções para as quais ele é preordenado, gerando, assim, diversos problemas que não podem ser imediatamente resolvidos com base na norma jurídica⁸⁷.

Agora, esse capítulo da lei sobre empresas listadas não é o único afetado por profundas reflexões e aspirações de reforma, já que a Itália, nos últimos anos, vem passando por um processo de modernização e simplificação das regras de seu mercado de capitais, de modo a aumentar sua competitividade e enfrentar a concorrência regulatória de outras legislações europeias para as quais houve uma migração significativa de empresas italianas nos últimos anos⁸⁸. Até o momento, esse processo se manifestou na Lei nº 21 de 5 de março

87 S. Cacchi Pessani, **Il voto di lista per la nomina degli amministratori nelle società a controllo “fluido”**, cit., pp. 740-741, 758; M. Maugeri, **Sulla lista consiliare “di minoranza”**, cit., p. 593; P. Marchetti, **Note e documenti sulla “lista del Consiglio” e il caso Assicurazioni Generali**, cit., p. 582.

88 Sobre o fenômeno da transferência da sede social para a Holanda por empresas italianas listadas (possível sob o princípio europeu da liberdade de estabelecimento), v. Centro Studi Guido Rossi, **Amsterdam Drive? La mobilità societaria verso i Paesi Bassi: l'attrattività, gli esiti, i problemi**, Milão, 2025; mas também E. Barcellona, **Le migrazioni olandesi di grandi gruppi italiani: libertà di stabilimento e diritto societario imperativo**, em Riv. soc., 2024, pp. 646-647; G. Ballerini, **Legge capitali e “regulatory competition” (con particolare riferimento all'ordinamento olandese)**, em **Nuove leggi civ.**, 4, 2024, pp. 961ss.; sobre as razões da atratividade do sistema holandês v. H. De Wulf, **An Introduction to and Evaluation of the 2019 Belgian Companies Act - Preparing for the Previous War?**, em **Financial Law Institute. Série de documentos de trabalho. Universiteit Gent**, novembro de 2023.

Para obter uma visão geral das problemas do mercado de capitais italiano e das propostas de reforma realizadas (e a serem realizadas), cf. Ministero dell'Economia e delle Finanze, **Libro verde sulla competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita**; Assonime, **Proposte per una riforma organica del TUF, Position paper n. 4/2024**.

de 2024 (“*Legge Capitali*”), enquanto um trabalho mais extenso sobre a reforma orgânica do T.U.F. está em andamento⁸⁹.

Embora a *Legge Capitali*, em seu projeto original aprovado pelo Ministério da Economia, não contivesse qualquer menção à questão do voto em lista, no decorrer dos trabalhos parlamentares foi introduzida uma proposta para regular a lista do conselho que, quando aprovada, levou à introdução do art. 147-ter.1 T.U.F. O acontecimento foi criticado de muitos lados porque, não apenas, como será visto, a estrutura “*allucinata*” da regra está completamente desalinhada com a lei de “simplificação” na qual está inserida⁹⁰.

5.1 ESTRUTURA E FUNCIONAMENTO DA NOVA DISCIPLINA

Deixando de lado por um momento as críticas da doutrina, é oportuno esclarecer os objetivos declarados da intervenção legislativa, para que o leitor tenha acesso às duas versões da história e possa apreciá-la sem preconceitos. Nas intenções do legislador, a reforma foi concebida para enfrentar disfunções estruturais do voto em lista em sociedades caracterizadas por “controle fluido”, nas quais a reduzida participação acionária ativa e a recorrente apresentação de listas curtas pelas minorias geravam conselhos incompletos e processos eleitorais ineficientes. O legislador buscou, assim, reforçar a continuidade da administração, ampliar o espaço decisório dos acionistas e criar um procedimento mais previsível, transparente e capaz de garantir a efetiva formação do órgão administrativo.

Desta perspectiva, é necessário examinar o conteúdo da nova regra:

89 Sobre o conteúdo da Lei de Capitais e a reforma do T.U.F. cf. P. Montalenti, **La legge Capitali e la delega alla riforma del Testo Unico della Finanza: prime riflessioni**, em *Giur. comm.*, 3, 2024, pp. 497ss.

90 R. COSTI, em AA. VV., **La nuova legge “Capitali”** (l. 5 marzo 2024 n. 21), em *Giur. comm.*, 3, 2024, p. 496.

- O estatuto social pode prever que o conselho de administração “cessante” possa apresentar uma lista de candidatos para a eleição de membros do mesmo conselho de administração.

- Nesse caso, o conselho promulgará sua lista por maioria absoluta de votos (2/3 dos membros); essa lista, além de ter que ser apresentada e publicada 40 dias antes da reunião, deve conter um número de candidatos igual ao número de membros a serem eleitos mais um terço (ou seja, se houver 15 assentos no órgão, o conselho deve apresentar uma lista com 20 candidatos).

- Se a lista do conselho ficar em primeira posição em termos de número de votos, uma segunda votação individual deverá ser feita em cada candidato; dessa forma, os candidatos com o maior número de votos serão eleitos.

- No caso de a lista do conselho ficar em primeira posição, as listas minoritárias obtêm um “superprêmio”, obtendo assim o direito de: i) nomear um número de administradores não inferior a 20% do número total de membros do órgão, se no máximo as duas primeiras listas minoritárias tiverem obtido votos que não excedam 20%; ii) nomear um número de administradores proporcional aos votos obtidos pelas duas primeiras listas minoritárias que tiverem obtido votos que excedam 20%.

- A seleção de candidatos minoritários ocorre proporcionalmente aos votos emitidos por cada lista (e, no caso de listas que tenham excedido 20% dos votos, somente as listas que tenham obtido votos no valor de, pelo menos, 3% serão elegíveis para a nomeação de administradores, enquanto que, para fins de alocação dos administradores eleitos, os votos das listas colocadas abaixo desses limites serão alocados proporcionalmente às listas que tenham excedido o limite).

- Por fim, está previsto que, caso o conselho de administração estabeleça um comitê de auditoria interna (“*comitato di controllo interno e gestione rischi*”), o presidente deve ser escolhido entre os conselheiros independentes que não foram eleitos na lista do conselho⁹¹.

91 A regra é muito contraditória, porque uma questão é prescrever que o presidente do comitê seja retirado da lista da minoria, a fim de garantir maior independência

Em resumo, ao introduzir mecanismos mais rígidos de transparência e ao obrigar o conselho a apresentar uma lista numericamente ampla, o sistema tende a induzir maior responsabilidade na escolha dos perfis, bem como a favorecer uma seleção mais refletida por parte dos acionistas. Além disso, a estrutura procedimental detalhada pode, em determinadas circunstâncias, reduzir assimetrias informacionais históricas entre administradores e acionistas, contribuindo para decisões eleitorais mais conscientes.

Apresentado o conteúdo da regra, o que fica intuitivamente claro é que, se por um lado o principal dilema relativo à legitimidade do conselho para intervir na disputa eleitoral dos acionistas é superado (e hoje isso só é permitido se expressamente previsto nos estatutos)⁹²; por outro lado, o procedimento de nomeação assim articulado parece complicado. Não é coincidência, portanto, que alguns meses depois de sua introdução, a Consob tenha considerado oportuno lançar nada menos que duas consultas entre operadores e acadêmicos para coletar avaliações e sugestões sobre como preparar a regulamentação detalhada dessa forma de procedimento eleitoral⁹³.

do comitê, e outra é proibir que ele seja retirado da lista do conselho: esta, de fato, poderia ser a lista da minoria quando ela vem em segunda posição em relação à lista do acionista majoritário, que então expressaria o presidente (não independente). Sobre esse ponto v. M. PERRINO, **La lista del c.d.a.**, em *Soc.*, 2024, 7, pp. 868-869; M. VENTORUZZO, **L'art. 12 della Legge Capitali: lista del consiglio di amministrazione nelle società per azioni quotate**, em *Riv. soc.*, 2023, p. 1.123.

92 Os seguintes itens podem ser encontrados no site da Consob: (i) o primeiro documento de consulta, datado de 20 de novembro de 2024; (ii) os comentários ao documento feitos por acadêmicos, advogados e órgãos profissionais; (iii) a segunda consulta, datada de 19 de dezembro de 2024.

93 L. CALVOSA, **Voto di lista e lista del consiglio uscente**, em *Riv. dir. soc.*, 3, 2024, p. 427; S. FORTUNATO, em *Aa. Vv.*, **La nuova legge "Capitali" (l. 5 marzo 2024 n. 21)**, em *Giur. comm.*, 3, 2024, p. 5.156; M. PERRINO, **La lista del c.d.a.**, cit., p. 859.

6. A REAÇÃO DA DOUTRINA

O processo de consulta e elaboração de regras estabelecido pela Consob ainda está em andamento. Enquanto isso, a exata compreensão e interpretação do conteúdo da norma está sendo examinada pela doutrina, que já produziu várias contribuições sobre o tema, das quais surgiram muitas questões sérias. Trata-se de opiniões muitas vezes detalhadas, mas que podem interessar ao leitor brasileiro devido à perspectiva comparativa, ou seja, à forma como o “*giuscommercialista*” italiano encara certos problemas. A seguir, um breve resumo delas:

a) em primeiro lugar, não está claro o que deve ser entendido pela expressão “conselho cessante”, de modo que, mantendo-se o dado literal, conclui-se que, no caso da adoção do sistema de *staggered board*, o art. 147-ter.1 T.U.F. não se aplicará à renovação periódica do conselho⁹⁴.

b) Problemas muito maiores são criados pelo fato de que a lista do conselho deve conter mais candidatos (1/3) do que as vagas disponíveis. Isso é em função do voto nominativo e evidentemente serve para limitar o poder do conselho de administração de escolher os novos administradores⁹⁵. De qualquer forma, entre os problemas gerados pela regra, foram realçados: (i) o desincentivo para aceitar a candidatura de perfis de alto nível, dado o impacto negativo em termos de reputação e publicidade em caso de rejeição e, portanto, o risco de *adverse selection* no sentido de que indivíduos menos qualificados terão grandes incentivos para se apresentarem nos últimos lugares da lista e, caso sejam eleitos, terão um impacto negativo no funcionamento

94 M. STELLA RICHTER JR., **Lista del consiglio di amministrazione e autonomia statutaria: prime riflessioni**, em Riv. soc., 2024, 1, p. 118; I. MECATTI, **La lista del consiglio di amministrazione**, em Riv. dir. soc., 2024, 3, p. 588.

95 A regra tem o objetivo de inibir e evitar fenômenos de autorreferência e autopropetuação do conselho de administração, v. M. VENTORUZZO, **L'art. 12 della Legge Capitali: lista del consiglio di amministrazione nelle società per azioni quotate**, cit., pp. 1.104, 1.118.

do conselho⁹⁶; ii) a dificuldade de combinar as várias figuras de administradores para cumprir as regras de composição e diversidade do órgão, dada a possibilidade de que a votação individual em nomes possa levar a uma diferenciação incorreta das competências individuais⁹⁷; iii) a dificuldade de determinar o número de candidatos quando o estatuto não prevê um número fixo de membros do órgão administrativo⁹⁸; iv) o risco de que, após a votação individual, não seja eleito o candidato considerado apto a ocupar a função de C.E.O. ou Presidente do conselho⁹⁹.

96 M. VENTORUZZO, **L'art. 12 della Legge Capitali: lista del consiglio di amministrazione nelle società per azioni quotate**, cit., p. 1.105.

97 M. VENTORUZZO, **L'art. 12 della Legge Capitali: lista del consiglio di amministrazione nelle società per azioni quotate**, cit., p. 1.106, 1.119, aponta como o problema é agravado se entendido em conjunto com outra inovação da Legge Capitali, que permitiu que, nas empresas listadas, a assembleia de acionistas pudesse ser conduzida exclusivamente por meio de um representante nomeado pela empresa, a quem os acionistas concedem um voto por procuração. Nesse caso, seria difícil para os eleitores prever e implementar qualquer estratégia, alterando o voto à medida que fossem votando, com o efeito de que a diretoria eleita poderia se encontrar super representada em determinadas profissões técnicas e sub representada em outras. Além disso, esse é um problema não desprezível para as empresas que operam nos mercados financeiros (bancos, seguradoras e empresas de investimento), uma vez que tanto a legislação nacional quanto a europeia dedicam inúmeras disposições à composição *fit and proper* do órgão administrativo e a Autoridade Supervisora tem o poder de afetar diretamente o processo de nomeação (a esse respeito, *supra* nota 17). Permanecendo nas prescrições ordinárias sobre a composição do conselho v. M. PERRINO, *La lista del c.d.a.*, cit., pp. 865-866, observou corretamente como o processo de nomeação pode ser particularmente complicado e demorado, pois, além de identificar os eleitos, é preciso verificar se eles estão compatíveis com as regras de composição; caso contrário, será necessário passar por cima de outros candidatos, e assim por diante.

98 Muitas vezes, os estatutos das empresas italianas estabelecem que o conselho de administração é composto por um número mínimo e máximo de membros, deixando a cargo da assembleia de acionistas determinar o número de tempos em tempos. Não está claro, então, se, diante dessa regra, o conselho de administração que apresenta uma lista deve nomear o número máximo de conselheiros aumentado em um terço, ou pode incluir um número mínimo novamente aumentado em um terço (e, ao fazê-lo, pode contornar a regra da superabundância de candidatos). Sobre o tema cf. M. STELLA RICHTER JR., **Lista del consiglio di amministrazione e autonomia statutaria**, cit., pp. 119-120.

99 M. VENTORUZZO, **L'art. 12 della Legge Capitali: lista del consiglio di amministrazione nelle società per azioni quotate**, cit., p. 1.106 observa que dois aspirantes diretores executivos dificilmente aceitariam ser candidatos na mesma lista, portanto, na hipótese ordinária em que apenas um seria candidato, e este por

c) No entanto, dada a existência do superprêmio minoritário, o número de administradores retirados da lista do conselho “cessante” será determinável somente depois de determinado o número de administradores eleitos nas listas minoritárias. Nesse ponto, surgem os principais problemas: i) em primeiro lugar, não está claro na regra como o número de votos recebidos pelas listas minoritárias deve ser calculado¹⁰⁰; ii) a regra contida na letra b), nº 1, do art. 147-ter.1, inciso 3, T.U.F, de acordo com a qual as listas que obtiveram menos de 20% dos votos têm direito a pelo menos 20% dos administradores, é uma regra que certamente incentiva as minorias a apresentarem suas próprias listas de candidatos, mas altera significativamente a relação de proporcionalidade entre poder e risco, no sentido de que o prêmio assim fixado é excessivo (em um conselho de 15 membros, as minorias de qualquer número têm direito a nomear 3 membros)¹⁰¹; iii) a regra contida na alínea b), nº 2, leva esse problema de super representação a um outro nível, no sentido de que, ao aceitar uma regra de proporcionalidade pura, poderia haver casos de super representação da minoria ou mesmo de a minoria se tornar maioria¹⁰².

desentendimentos, notícias infundadas e afins não seria eleito pelos acionistas, a empresa se veria sem profissional adequado para exercer a função de C.E.O.

100 Também M. VENTORUZZO, **L'art. 12 della Legge Capitali: lista del consiglio di amministrazione nelle società per azioni quotate**, cit., p. 1.108-1.109, mostra como os resultados eleitorais podem variar significativamente conforme variam as situações consideradas no denominador (o autor faz uma simulação mostrando que, na mesma situação, calculando sobre o quórum dos presentes, a minoria é de 21%; em um segundo caso, contando apenas os votos proferidos a favor da lista é de 29%, enquanto contando entre os votos proferidos também aqueles contrários seria de 16%; excluindo os votos contrários e calculando as abstenções 21%; e, finalmente, calculando os votos proferidos a favor, contrários e abstenções 14%).

101 L. CALVOSA, **Voto di lista e lista del consiglio uscente**, cit., pp. 430-431; M. VENTORUZZO, **L'art. 12 della Legge Capitali: lista del consiglio di amministrazione nelle società per azioni quotate**, cit., p. 1.110.

102 G. PRESTI, **La norma sulla lista del CdA: ombre e buio**, em A.G.E., 2024, 1, 53; M. VENTORUZZO, **L'art. 12 della Legge Capitali: lista del consiglio di amministrazione nelle società per azioni quotate**, cit., p. 1.111 mostram como se as listas minoritárias recebessem 40% dos votos, elas poderiam expressar 2/5 dos membros do conselho (em um conselho de 15 membros, 6 seriam a expressão da minoria); ao passo que, se a lista do conselho ficasse em primeiro lugar, mas recebesse menos de 50% votos, por exemplo, coletando 49% do consenso, enquanto a segunda lista totalizaria 48,5%

Por esse motivo, um Autor propôs a leitura da regra não no sentido puramente proporcional, mas no sentido de uma proporcionalidade “máxima, mas flexível”, ou seja, limitando a participação da minoria sempre a 20% dos membros do conselho¹⁰³; iv) todas as distribuições de administradores, com base no número de votos, apresentam um problema de arredondamento que, na opinião unânime, deve ser realizado de acordo com o método comumente seguido nas ciências¹⁰⁴.

d) Outro problema diz respeito à segunda votação individual sobre os candidatos da lista do conselho. A questão é se todos os acionistas presentes na assembleia de acionistas ou apenas os acionistas que votaram na lista do conselho na primeira rodada devem participar dela¹⁰⁵.

e uma terceira lista 2,5%, nesse caso, a soma das listas minoritárias lhes daria a nomeação de 8 diretores de 15; portanto, a maioria.

103 M. VENTORUZZO, **L'art. 12 della Legge Capitali: lista del consiglio di amministrazione nelle società per azioni quotate**, cit., pp. 1.111-1.114, para os argumentos que apoiam a interpretação normativa; essa tese é também apoiada por M. IRRERA, **La lista del CdA: una nuova norma nell'occhio del ciclone**, in *il caso.it*, 12/9/2024, § 5; M. SAGLIOCCA, **La lista del consiglio “uscente”: prime riflessioni sulle novità della c.d. legge capitali**, em *Riv. not.*, 2024, 4, p. 733; enquanto argumentos contrários, demonstrando convincentemente que a única interpretação possível de acordo com o texto e a lógica da regra é a da proporcionalidade pura são G. PRESTI, **La norma sulla lista del CdA**, cit., pp. 53-55; M. PERRINO, **La lista del c.d.a.**, cit., pp. 863-864.

104 Ou seja, arredondando para baixo ou para cima de acordo com o fato de estar mais próximo da unidade inferior ou superior ou, no caso de equidistância perfeita, de acordo com a paridade da última unidade decimal.

105 Para a tese de limitar a votação somente àqueles acionistas que votaram na lista do conselho na primeira rodada, M. VENTORUZZO, **L'art. 12 della Legge Capitali: lista del consiglio di amministrazione nelle società per azioni quotate**, cit., p. 1.120, enfatiza a proibição de *venire contra factum proprium*, o fato de que o art. 144-sexies Reg. emittenti proíbe o voto em mais de duas listas e, finalmente, o raciocínio contrário, de que admitir até mesmo acionistas que não tenham votado naquela lista na primeira rodada daria origem ao risco de ligações entre as listas, com a consequente desqualificação da segunda lista, e o risco de manobras abusivas e oportunistas em detrimento da empresa (por exemplo, rejeitar o candidato capaz de preencher o cargo de C.E.O.). Essa tese é apoiada por M. STELLA RICHTER JR., **Lista del consiglio di amministrazione e autonomia statutaria**, cit., p. 122; M. SAGLIOCCA, **La lista del consiglio “uscente”**, cit., p. 728; M. IRRERA, **La lista del CdA**, cit., § 4; enquanto aqueles que se opõem a essa visão, e acreditam que a solução que admite indiscriminadamente todos os acionistas para a votação é mais congruente com o dado lógico-literal da regra, são G. PRESTI, **La norma sulla lista del CdA**, cit., pp. 56-57; M. PERRINO, **La lista del c.d.a.**, cit., p. 865.

e) Por fim, foram levantados diversos outros problemas, menos difíceis de serem resolvidos, a saber: (i) se, na hipótese de a lista do conselho de administração ser a única lista apresentada e votada, mesmo nesse caso os candidatos devem ser votados individualmente¹⁰⁶; (ii) se a regra é aplicável às sociedades que adotaram os diferentes sistemas de governança monista e dualista¹⁰⁷; iii) e, mais uma vez, uma série de dúvidas e perplexidades que já estavam pendentes desde o debate anterior à introdução da nova regra, ou seja, o que acontece no caso de a lista do conselho ficar em segunda posição em termos de número de votos¹⁰⁸ e igualmente, o que acontece no caso de a lista do conselho ser retirada e, por fim, se, diante desse sistema de apresentação de listas, é permitido que o órgão de administração apresente uma lista de candidatos para a eleição do conselho fiscal ou vice-versa¹⁰⁹.

106 Em resposta afirmativa v. M. PERRINO, **La lista del c.d.a.**, cit., p. 867.

107 Sobre os sistemas alternativos de governança corporativa que podem ser adotados na Itália, consulte a nota 4. O problema surge porque a regra parece se referir exclusivamente ao sistema “tradicional”; não há dificuldade em operar por analogia com o sistema monista, ao passo que não é possível estender o procedimento de forma análoga ao sistema dualista; cf. M. STELLA RICHTER JR., **Lista del consiglio di amministrazione e autonomia statutaria**, cit., p. 116; em sentido contrário está I. MECATTI, **La lista del consiglio di amministrazione**, cit., p. 576.

108 O debate é reconstruído *supra* nota 35 e texto. Dada a situação atual, concorda-se com a abordagem que vê a lista do conselho como legitimada para eleger o conselheiro minoritário, sujeita a uma constatação concreta de ligação com a lista do acionista majoritário, que chegou primeiro; cf. M. STELLA RICHTER JR., **Lista del consiglio di amministrazione e autonomia statutaria**, cit., p. 123.

109 Sobre a primeira questão, ou seja, a possível confiança depositada nos acionistas pela apresentação da lista do conselho de administração, v. M. STELLA RICHTER JR., **Voto di lista e lista del consiglio: prospettive di riforma**, cit., p. 623.

Sobre a questão de saber se o conselho fiscal pode apresentar uma lista para a eleição de seu próprio órgão ou do órgão de administração, ou se este último pode apresentar uma lista para a eleição do primeiro, seguindo a ordem: I) a hipótese de os administradores apresentarem uma lista para a eleição do conselho fiscal, por um lado, foi considerada um evento que não afeta a independência dos membros do órgão, porque esta deve existir independentemente da identidade do proponente, v. N. CIOCCA, **Il voto di lista nella società per azioni**, cit, 90, p. 406; por outro lado, “*un conto è che siano i principals a scegliere sia gli agents responsabili dell’amministrazione sia i loro “custodi”; altro che siano gli stessi amministratori a individuare, seppur solo come proposta per gli azionisti, chi deve vigilare sul loro operato*” M. VENTORUZZO, **Note sulla lista del consiglio uscente per l’elezione degli amministratori nelle società quotate**, cit., p. 1.420. Basicamente, parece que os problemas e as soluções são

7. CONSIDERAÇÕES FINAIS

As questões críticas geradas pela regra são numerosas. Consequentemente, a doutrina tem sido, até o momento, bastante crítica em relação ao novo instituto¹¹⁰, classificando-o na categoria de “*sludge*”, ou seja, o tipo de procedimento destinado a dificultar o exercício dos direitos dos agentes¹¹¹. De fato, o principal efeito produzido pela regra provavelmente será o abandono da prática de apresentar a lista do conselho, razão pela qual as propostas para mitigar esse efeito incluem imaginar que o conselho produza sua própria lista de candidatos, mas que seja comunicada apenas aos acionistas e, possivelmente, apresentada por alguns deles; ou, chegando ao ponto de criar um específico gabinete, cujos membros

bastante equivalentes àqueles que surgiram no caso da lista do conselho, portanto, tendo admitido a possibilidade (cf. P. MARCHETTI, **Note e documenti sulla “lista del Consiglio” e il caso Assicurazioni Generali**, cit., p. 512), o problema principal é se o fato de esse fenômeno ter sido regulamentado exclui a possibilidade, ou não a exclui, se o art. 147-ter.1 T.U.F. deve ser aplicado por analogia. II) A hipótese de o conselho fiscal apresentar uma lista para a eleição do órgão administrativo deve ser excluída, porque evidentemente vai além das funções que lhe são atribuídas pela lei, v. N. CIOCCA, op. cit., p. 406; M. STELLA RICHTER JR., **Art. 147-ter**, cit., p. 4.197. III) Por fim, sobre a apresentação de uma lista de candidatos à renovação do conselho fiscal pelo mesmo órgão “cessante”, o mesmo poderia se aplicar, tendo em vista que o conselho fiscal tem um poder de proposta à assembleia geral limitado apenas aos casos e eventos previstos em lei (e, portanto, teria que ser admitida uma extensão da legitimação por meio de uma cláusula específica no estatuto social). Depois disso, no entanto, a questão permanece se a introdução do art. 147-ter.1 T.U.F. legitima o fenômeno ou não e, em caso afirmativo, se a operação analógica do procedimento especial de eleição é necessária ou não.

110 Os primeiros comentários são todos altamente críticos, dados os efeitos negativos que a regulamentação pode ter sobre a atratividade do mercado de capitais italiano; v. P. Montalenti, em Aa. Vv., **La nuova legge “Capitali”** (l. 5 marzo 2024 n. 21), em *Giur. comm.*, 3, 2024, p. 501; S. Fortunato, *ivi*, p. 517; M. Ventoruzzo, **L’art. 12 della Legge Capitali: lista del consiglio di amministrazione nelle società per azioni quotate**, cit., p. 1.101; G. Presti, **La norma sulla lista del CdA**, cit., pp. 51-52, 58 (este último autor, em particular, questiona a legitimidade constitucional da norma quando ela prevê sistemas eleitorais radicalmente diferentes no mesmo evento de nomeação, com considerável desigualdade de tratamento em relação àqueles que obtêm a maioria - o conselho de administração - e uma representação não proporcional das minorias).

111 F. Vella, em Aa. Vv., **La nuova legge “Capitali”** (l. 5 marzo 2024 n. 21), em *Giur. comm.*, 3, 2024, p. 546 (e mais extensivamente, o mesmo autor, sobre o mesmo conceito de “*sludge*”, em **Diritto ed economia comportamentale**, Bolonha, 2023, p. 63).

talvez sejam eleitos pelos acionistas, chamados a apresentar uma lista de candidatos no lugar do conselho (evitando a aplicação da regra)¹¹². Essas são “*contorsioni regolamentari*”¹¹³, que provavelmente não são apreciadas pelos investidores profissionais estrangeiros, mas que, ao mesmo tempo, provavelmente se tornarão a agulha na balança da disputa eleitoral em empresas com “controle fluido”, onde as listas de candidatos serão novamente apresentadas por acionistas que, sozinhos, não constituem a maioria¹¹⁴. E isso, então, talvez se torne o elemento a ser apreciado na nova disciplina. As críticas, de fato, são todas bem fundamentadas e legítimas, mas a realidade descrita é agora a lei atual e deve ser levada em conta.

“*Il bicchiere è mezzo vuoto o mezzo pieno?*”, “*is the cup half empty or half full?*”, “*o copo está meio cheio ou meio vazio?*”.

Os idiomas mudam, mas as formas de dizer e pensar são frequentemente as mesmas. Um exercício saudável de positivismo (da alma, não jurídico) é, então, buscar os méritos dessa nova e tão discutida disciplina. Nesse sentido, o elemento mais relevante é

112 No sentido de que o principal efeito da regra será o abandono da prática pelos conselhos de administração, L. Enriques, **La legge Capitali danneggia anche le public company**, em FCHub.it; M. Belcredi, **I consigli di amministrazione possono diventare un Vietnam**, *ibidem*.

Sobre a possibilidade de o conselho de administração “cessante” realizar uma autoavaliação, ao final da qual informará ao público sua opinião sobre os candidatos v. M. Ventoruzzo, **L'art. 12 della Legge Capitali: lista del consiglio di amministrazione nelle società per azioni quotate**, *cit.*, pp. 1.103; o problema aqui, no entanto, poderia surgir no caso de *engagement* com os acionistas mais relevantes antes de prosseguir (como acontece agora para cada evento relevante de assembleia de acionistas), já que nesse ponto outros acionistas não envolvidos poderiam reclamar de uma evasão do art. 147-ter.1 T.U.F., nesse sentido I. Mecatti, **La lista del consiglio di amministrazione**, *cit.*, pp. 553, 584-585.

Finalmente, sobre a possibilidade de criar um escritório para apresentar uma lista de candidatos em nome da empresa, sem passar pelo procedimento previsto no art. 147-ter.1 T.U.F. v. M. Stella Richter Jr., **Lista del consiglio di amministrazione e autonomia statutaria**, *cit.*, p. 128.

113 F. VELLA, *cit.*, p. 549.

114 O estudo do FIN-GOV, **Lista del CdA e legge capitali: un'analisi quantitativa**, setembro de 2024, que recalculou os resultados de várias assembleias de acionistas de grandes sociedades de capital aberto com “controle fluido”, constatou que, sob o novo sistema, os resultados seriam invertidos em todas as hipóteses (em um caso, até mesmo em detrimento das participações públicas).

certamente o espaço de decisão reconquistado para os acionistas. Trata-se de uma escolha precisa de política jurídica (é difícil dizer o quanto é intencional...), que se mantém fiel a uma filosofia que pelo menos a União Europeia defende há anos, embora as tendências regulatórias atuais a tenham contraditado repetidamente, deslocando o peso da tomada de decisão cada vez mais para o poder técnico dos administradores. Essa forte reafirmação do poder dos acionistas na escolha de quem administrará seus investimentos faz com que a solução regulatória escolhida na Itália seja única. E essa singularidade é ainda mais evidente quando, em face de uma lista do conselho apresentada e vitoriosa, as minorias têm garantida uma participação muito significativa no conselho. Em alguns aspectos, isso pode gerar ineficiências e conflitos, mas em outros aspectos é certo que a dialética animada dentro do conselho de administração é ainda mais reforçada, articulada e composta, assim como a composição e a definição dos vários interesses animados na empresa e em torno dela¹¹⁵. Em suma, a nova disciplina da eleição dos diretores das sociedades por ações italianas aparece consistente com a lógica e a evolução do instituto do voto em lista, e por isso poderia configurar um novo paradigma e modelo de disciplina regulatória *shareholder-oriented* e, em particular, *minority shareholders-oriented*.

Em todo caso, e para concluir, a Consob, ao preparar regulamentos detalhados, parece ter a intenção de atenuar algumas das questões mais contraditórias da disciplina. Além disso, não se pode descartar a possibilidade de que, após a reforma do T.U.F., o legislador volte atrás e intervenha no art. 147-ter.1, eliminando certos excessos e reequilibrando os interesses subjacentes. No entanto, na situação atual, em ambos os casos, essas são meras eventualidades,

115 Em uma forma semelhante, M. Irrera, **La lista del CdA**, *cit.*, § 6, ressalta que as complexidades e os problemas gerados pelas novas regras são, em parte, necessários, na medida em que servem para reprimir condutas abusivas por parte dos acionistas que usam “*la lista del cda come una scorciatoia per fornire un abito più acconcio alle proprie ambizioni*” e, por outro lado, os mesmos limites parecem consistentes com a realidade das empresas com uma ampla base de acionistas (que na Itália ainda são poucos).

ao passo que, como já mencionado, o art. 147-*ter*.1 do T.U.F., a partir de janeiro de 2025, é lei, com tudo o que isso implica em termos das escolhas das operadoras na prática e da redefinição de determinados paradigmas no sistema regulatório.

REFERÊNCIAS

PERRONE A. – SANFILIPPO P.M., **La lista presentata dal consiglio di amministrazione nelle società a proprietà concentrata**, em Riv. dir. banc., 2022.

ABBADESSA P., **La gestione dell'impresa nella società per azioni. Profili organizzativi**, Milão, 1975.

ALLEGRI V., **Contributo allo studio della responsabilità civile degli amministratori**, Milão, 1979.

ALVARO S. - MOLHO G. - SICILIANO G., **Il voto di lista per la rappresentanza di amministratori di minoranza nell'organo di amministrazione delle società quotate**, em Quaderni giuridici Consob, novembro de 2012.

ANGELICI C., **La società per azioni. Principi e problemi**, em Trattato di diritto civile e commerciale dirigido por A. Cicu - L. Mengoni - F. Messineo, Milão, 2012.

ARMOUR J.- ENRIQUES L.- HANSMANN H.- KRAAKMAN R., **The Basic Governance Structure: The Interests of Shareholders as a Class**, em Aa.Vv., **The Anatomy of corporate Law: a Comparative and Functional Approach**, Oxford, 2017.

ASSONIME, **Proposte per una riforma organica del TUF**, Position paper n. 4/2024.

BALLERINI G., **Legge capitali e “regulatory competition” (con particolare riferimento all'ordinamento olandese)**, em Nuove leggi civ., 4, 2024.

BALLERINI G., **La lista del consiglio di amministrazione**, em Riv. dir. civ., 2022.

Banca d'Italia, **Disposizioni di vigilanza per le banche, contidas na Circular nº 285 da Banca d'Italia**, de 17 de dezembro de 2013, e atualizadas em 10 de março de 2015.

BARCELLONA E., **Le migrazioni olandesi di grandi gruppi italiani: libertà di stabilimento e diritto societario imperativo**, em Riv. soc., 2024.

BEBCHUK L.A., **The case for increasing shareholder power**, em Harv. L. Rev., 2005.

BELCREDI M. - BOZZI S. - DI NOIA C., **Board elections and shareholder activism: the Italian experiment**, em **Boards and shareholders em European listed companies**, obra coletiva coordenada por M. Belcredi - G. Ferrarini, Cambridge, 2013.

BELCREDI M., **I consigli di amministrazione possono diventare un Vietnam**, em FCHub.it., 2024.

BELCREDI M., **La lista del cda uscente in prospettiva internazionale**, em Riv. soc, 2022.

BELCREDI M., **I rivolgimenti triestini e il rischio della lista del Cda**, em ilsole24ore.it, 30 de setembro de 2021.

BIANCHI M., **Commento al DDL “Modifiche al decreto legislativo 24 febbraio 1998 n. 58, in materia di presentazione di liste di candidati da parte dei consigli di amministrazione uscenti delle società quotate”**, em Riv. soc, 2022.

BIGIAVI W., **I commercialisti e la fantasia**, em Riv. dir. civ., 1956.

BLACK B.S., **Shareholder Passivity Reexamined**, em Mich. L. Rev., 1990.

Brasil, **Lei das S.A.** (Lei nº 6.404/76).

CACCHI Pessani S., **Il voto di lista per la nomina degli amministratori nelle società a controllo “fluid”**: prassi, problemi e prospettive, em Riv. soc., 2021.

CALVOSA L., **Voto di lista e lista del consiglio uscente**, em Riv. dir. soc., 3, 2024.

CALVOSA L., **Sui poteri individuali degli amministratori di società per azioni, em Amministrazione e controllo nel diritto delle società**. Liber amicorum Antonio Piras, obra coletiva coordenada por A. Vicari – C. Angelici, Turim, 2010.

CARVALHOSA Modesto S. B. - Kuyven L.F.M., **Tratado de Direito Empresarial: Sociedades Anônimas**, São Paulo, 2018.

Centro Studi Guido Rossi, **Amsterdam Drive? La mobilità societaria verso i Paesi Bassi: l'attrattività, gli esiti, i problemi**, Milão, 2025.

CHIAPPETTA F., **Diritto del governo societario**, Pádua, 2013.

CHIAPPETTA F., **Gli amministratori indipendenti e gli amministratori di minoranza**, em Riv. dir. soc., 2009.

CHIOMENTI F., **Note minime in tema di nomine di amministratori di s.p.a. per cooptazione**, em Riv. dir. comm., 1991.

CIOCCA N., em Aa. Vv., **Il voto di lista. Un istituto ancora attuale?**, editado por A. Perrone e G. Strampelli, em Riv. O.D.C., 2022.

CIOCCA N., **Il voto di lista nella società per azioni**, Milão, 2018.

Consob, **Richiamo di attenzione No. 1/22**, de 21 de janeiro de 2022.

Consob, **Resolução nº 11.971 de 14 de maio de 1999**, Regulamento Emittenti.

COSTI R., em Aa. Vv., **La nuova legge “Capitali”** (l. 5 marzo 2024 n. 21), em Giur. comm., 3, 2024.

D'AMBROSIO R., **La borsa e la finanza, em Storia della legislazione bancaria finanziaria e assicurativa dall'unità d'Italia al 2011**, obra coletiva coordenada por E. Galanti - R. D'Ambrosio - A.V. Guccione, **Collana storia della Banca d'Italia**, vol. XI, Veneza, 2012.

DE WULF H., **An Introduction to and Evaluation of the 2019 Belgian Companies Act - Preparing for the Previous War?**, em Financial Law Institute. Série de documentos de trabalho. Universiteit Gent, novembro de 2023.

DENOZZA F., **L'amministratore di minoranza e i suoi critici**, em Giur. comm., 2005.

EISENBERG M.A., **The Structure of Corporation Law**, em Columb. L. Rev., 1989.

EISENBERG M.A., **Access to the Corporate Proxy Machinery**, em Harv. L. Rev., 1970.

EIZIRIK N., **A Lei das S/A Comentada**, vol. III, São Paulo, 3ª ed., 2021.

ENRIQUES L., **La legge Capitali danneggia anche le public company**, em FCHub.it., 2024.

ENRIQUES L. - HANSMANN H. - KRAAKMAN R. - PARGLENDER M., **The Basic Governance Structure: Minority Shareholders and Non-Shareholder Constituencies**, em Aa.Vv., **The Anatomy of corporate Law: a Comparative and Functional Approach**, Oxford, 2017.

ENRIQUES L., **Il ruolo dei consigli di amministrazione delle società quotate italiane nell'era della disruptive innovation**, em Banca impr. soc, 2017.

FERRO Luzzi P., **Indipendente... da chi; da cosa?**, em Riv. soc., 2008.

FIN-GOV, **Lista del CdA e legge capitali: un'analisi quantitativa**, setembro de 2024.

FIORUZZI M.P. - Lione F., **Il problema delle clausole statutarie di società quotate che attribuiscono al consiglio di amministrazione il potere di presentare una lista per la nomina di amministratori o sindaci**, em Riv. dir. soc., 2007.

FORTUNATO S., em Aa. Vv., **La nuova legge “Capitali”** (l. 5 marzo 2024 n. 21), em Giur. comm., 3, 2024.

FORTUNATO S., em Aa.Vv., **La presentazione di una lista del c.d.a. da parte del consiglio uscente**, em Giur. comm., 2022.

FRÈ G., **L'organo amministrativo nelle società anonime**, Roma, 1938.

GALANTI E., **Le banche, em Storia della legislazione bancaria finanziaria e assicurativa dall'unità d'Italia al 2011**, obra coletiva coordenada por E. Galanti - R. D'Ambrosio - A.V. Guccione, Collana storia della Banca d'Italia, vol. XI, Venezia, 2012.

GHEZZI F. - EREDE M., **La composizione del consiglio di amministrazione nelle società quotate**, em **Regole del mercato e mercato delle regole. Il diritto societario e il ruolo del legislatore**, editado por G. Carcano - C. Mosca - M. Ventoruzzo, Milão, 2016.

GIULIANI A., **Società commerciali – Questioni ed opinioni**, em Riv. not., 1951.

GUACCERO A., **L'attivismo azionario: verso una riscoperta del ruolo dell'assemblea?**, em Riv. soc., 2016.

GUIZZI G., **Il voto di lista per la nomina degli amministratori di minoranza nelle società quotate: spunti per una riflessione**, em Cor. giur., 2007.

GUIZZI G., **Le decisioni dei soci: profili tipologici**, em Riv. dir. comm., 2004.

GUIZZI G., **Nomina degli amministratori e cooptazione**, em Amministrazione e amministratori di società per azioni, editado por B. Libonati, Milão, 1995.

IRRERA M., **La lista del CdA: una nuova norma nell'occhio del ciclone**, in il caso.it, 12/9/2024.

IRRERA M., em Aa. Vv., **Il voto di lista. Un istituto ancora attuale?**, editado por A. Perrone e G. Strampelli, em Riv. O.D.C., 2022.

IRRERA M., **Presentazione di liste di candidati da parte dei consigli di amministrazione uscenti delle società quotate** (A.S. 2433), em Riv. soc., 2022.

Itália, **Lei nº 21 de 5 de março de 2024**, Legge Capitali.

Itália, **Lei nº 262, de 28 de dezembro de 2005**, Legge sulla protezione del risparmio.

Itália, **D.Lgs. nº 58 de 24 de fevereiro de 1998**, Testo Unico della Finanza.

Itália, **Lei nº 474 de 30 de julho de 1994**, Legge sulle privatizzazioni.

Itália, **R.D. nº 262 de 16 março 1942**, Codice Civile.

JAEGER P.G., **Nomina degli amministratori: norme inderogabili, regole «generali» e autonomia delle società**, em Giur. comm., 1986.

JAEGER P.G.; LIBONATI B.; COSTI R., em **Giur. comm.**, 1995.

JENSEN M.C. - RUBACK R.S., **The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence**, em Journal fin. econ., 1983.

LIBONATI B., **Assemblea e patti parasociali**, em Scritti giuridici, I, Milão, 2013.

LIVIA M., **La lista del cda è una buona idea?**, em lavoce.info, 12 de fevereiro de 2022.

LOBO C.A. da Silveira, **O voto múltiplo na eleição do Conselho de Administração das Sociedades Anônimas**, em Rev. Forense, v. 279, 1980.

MARCHETTI C., **Composizione e nomina degli organi sociali: ovvero, le misure dei consigli di gestione e di sorveglianza**, em A.G.E., 2007.

MARCHETTI P., **Note e documenti sulla “lista del Consiglio” e il caso Assicurazioni Generali**, em Riv. soc., 2022.

MAUGERI M., **Sulla lista consiliare “di minoranza”**, em Riv. soc, 2022.

MAUGERI M., **Considerazioni sul sistema delle competenze assembleari nella s.p.a.**, em Riv. soc., 2013.

MECATTI I., **La lista del consiglio di amministrazione**, em Riv. dir. soc., 2024.

MEO G., **L'amministrazione delle società quotate**, em **Il Testo Unico finanziario**, obra coletiva coordenada por M. Cera – G. Presti, Turim, 2020.

MEO G., **Per un ripensamento dell'organo amministrativo delle società quotate**, em A.G.E., 2019.

MINERVINI G., **Gli amministratori di società per azioni**, Mião, 1956.

Ministero dell'Economia e delle Finanze, **Libro verde sulla competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita**, março 2022.

Ministero dell'Economia e delle Finanze, **Decreto N.° 169** do 23 novembro 2020.

Ministero del Tesoro, del Bilancio e della Programmazione economica, **Libro bianco sulle privatizzazioni**, abril de 2001.

MOLLO G., **La clausola statutaria che consente al c.d.a di presentare una propria lista per il suo stesso rinnovo è legittima?**, em Giur. comm., 2022.

MONTALENTI P., **La legge Capitali e la delega alla riforma del Testo Unico della Finanza: prime riflessioni**, em Giur. comm., 3, 2024.

MONTALENTI P., em Aa.Vv., **La presentazione della lista del c.d.a. da parte del consiglio uscente**, em Giur. comm., 2022.

NUZZO A., **Osservazioni**, em Riv. soc., 2022.

PERRINO M., **La lista del c.d.a.**, em Soc., 7, 2024.

PESCATORE S., **Attività e comunione nelle strutture societarie**, Milão, 1974.

PINTO V., **Funzione amministrativa e diritti degli azionisti**, Turim, 2008.

PRESTI G., **La norma sulla lista del CdA: ombre e buio**, em A.G.E., 2024.

ROSSI S., **Il voto extrassembleare nelle società di capitali**, Milão, 1997.

SACCHI R., **Una proposta in tema di lista del c.d.a.**, em Riv. soc., 2022.

SACCHI R., **L'intervento e il voto nell'assemblea della s.p.a., em Trattato delle società per azioni**, obra coletiva coordenada por G.E. Colombo - G.B. Portale, Turim, 1994.

SACCO Ginevri A., **Nuovi equilibri fra soci e amministratori nelle banche italiane quotate**, em **Liber Amicorum Guido Alpa**, obra coletiva coordenada por F. Capriglione, Milão, 2019.

SAGLIOCCA M., **La lista del consiglio “uscente”: prime riflessioni sulle novità della c.d. legge capitali**, em Riv. not, 2024.

SALANITRO N., **L'invalidità delle delibere del consiglio di amministrazione di società per azioni**, Milão, 1965.

SCALFI G., **Clausole particolari per la nomina degli amministratori di società per azioni (art. 2368, comma 1, c.c.)**, em Riv. soc., 1971.

SCIALOJA A., **Rassegna critica della giurisprudenza onoraria in materia di società per azioni (Giurisprudenza del 1911 – 1912 – 1913 – 1914)**, em Saggi di vario diritto, II, Roma, 1928.

SCOGNAMIGLIO G., **L'elezione dell'organo amministrativo sulla base di liste degli amministratori uscenti: brevi note su un recente disegno di legge**, em Riv. soc., 2022.

SHLEIFER A. - Vishny R.W., **A Survey of Corporate Governance**, em Journal of fin., 1997.

SPATAZZA G., **Consiglio di amministrazione incompleto e sostituzione degli amministratori mancanti**, em Riv. soc., 1967.

STELLA Richter Jr. M., em Aa. Vv., **Il voto di lista. Un istituto ancora attuale?**, editado por A. Perrone e G. Strampelli, em Riv. O.D.C., 2022.

STELLA Richter Jr. M., **Lista del consiglio di amministrazione e autonomia statutaria: prime riflessioni**, em Riv. soc., 2024.

STELLA Richter Jr. M., **Voto di lista e lista del consiglio: prospettive di riforma**, em Riv. soc., 2022.

STELLA Richter Jr. M., **Profili attuali dell'amministrazione delle società quotate**, em Giur. comm., 2021.

STELLA Richter Jr. M., **Il quadro legislativo italiano in materia di nomina ed elezione del consiglio di amministrazione: un modello o un'anomalia?**, em Oss. dir. civ. comm., 2017.

STELLA Richter Jr. M., **Art. 147-ter, em Le società per azioni, obra coletiva coordenada por P. Abbadessa e G.B. Portale**, vol. II, Milão, 2016.

STELLA Richter Jr. M., **Appunti sulla evoluzione della disciplina dell'amministrazione delle società quotate e sulle prospettive di riforma**, em Riv. dir. comm., 2015.

STELLA Richter Jr. M., **Sulla composizione e sulla elezione dell'organo amministrativo di società quotata**, em Riv. dir. comm., 2012.

STELLA Richter Jr. M., **Voto di lista per l'elezione delle cariche sociali e legittimazione dell'organo amministrativo alla presentazione di candidati**, em Riv. dir. soc., 2007.

STELLA Richter Jr. M., **Gli adeguamenti degli statuti delle società con azioni quotate dopo il d.lgs. n. 303/2006**, em Riv. dir. soc., 2007.

STELLA Richter Jr. M., **La collegialità del consiglio di amministrazione tra ponderazione dell'interesse sociale e composizione degli interessi sociali**, em **Amministrazione e amministratori di società per azioni**, editado por B. Libonati, Milão, 1995.

STRAMPELLI G., **Sistemi di controllo e indipendenza nelle società per azioni**, Milão, 2013.

União Europeia, **Dir. 2007/36/CE** de 3 de agosto de 2007 e **Dir. 2017/828/UE** de 17 de maio de 2017.

VALENTINI S., **La collegialità nella teoria dell'organizzazione**, Milão, 1968.

VALSECCHI E., **Nomina di amministratori per cooptazione**, em Riv. soc., 1959.

VELLA F., em Aa.Vv., **La presentazione di una lista del c.d.a. da parte del consiglio uscente**, em Giur. comm., 2022.

VENTORUZZO M., **L'art. 12 della Legge Capitali: lista del consiglio di amministrazione nelle società per azioni quotate**, em Riv. soc., 2023.

VENTORUZZO M., **Note sulla lista del consiglio uscente per l'elezione degli amministratori nelle società quotate**, em Riv. soc., 2020.

A RESERVA DE LUCROS A REALIZAR QUANDO OS LUCROS A REALIZAR EXCEDEM O VALOR DO DIVIDENDO DE DISTRIBUIÇÃO OBRIGATÓRIA

THE RESERVE FOR UNREALIZED PROFITS WHEN UNREALIZED PROFITS EXCEED THE AMOUNT OF THE MANDATORY DIVIDEND DISTRIBUTION

Giulia Cavallieri Gomides (Universidade de São Paulo)¹¹⁶

Pedro Teixeira Mendes Parizotto (Universidade de São Paulo)¹¹⁷

Resumo: Este trabalho tem como objetivo analisar o instituto da reserva de lucros a realizar em uma situação-problema específica: aquela em que o valor dos lucros a realizar é superior ao montante do dividendo de distribuição obrigatória previsto no estatuto (ou em lei, caso o estatuto seja omissivo). O trabalho se propõe a, a partir de uma análise de material doutrinário, para além de uma interpretação sistemática dos dispositivos legais, apontar e solucionar a aparente incompatibilidade entre o sentido literal da atual redação do art. 197 da Lei 6.404/76 (“Lei das S.A.”) e a função que motivou a criação do instituto da reserva de lucros a realizar. O artigo conclui que, a despeito do silêncio que se enxerga como não intencional da Lei das S.A. a esse respeito, a solução que mais bem harmoniza os preceitos legais é a possibilidade de destinar, à reserva de lucros a realizar, valores pendentes de realização em sua integralidade, mesmo que superem o valor que seria de distribuição obrigatória, bem como a possibilidade de destinar livremente os valores alocados a essa reserva, uma vez realizados, desde que sua distribuição não fosse obrigatória em princípio.

116 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.

117 Advogado em Tavares Guerreiro Advogados. Bacharel, Mestre e Doutorando em Direito Comercial pela Faculdade de Direito do Largo São Francisco (FDUSP).

Palavras-chave: Reserva de lucros a realizar. Sociedades anônimas. Reserva legal. Dividendos obrigatórios. Lucros não realizados. Direito societário. Interpretação teleológica.

Abstract: The aim of this paper is to analyze the institute of the appropriated retained unrealized earnings (or unrealized profits reserves) in a specific problem situation: one in which the value of the retained unrealized earnings exceeds the amount of the mandatory dividends provided for in the bylaws (or by law, if the bylaws are silent). Based on an analysis of doctrinal material, in addition to a systematic interpretation of legal provisions, this paper aims to point out and propose a solution to the apparent incompatibility between the literal meaning of the current wording of article 197 of Law 6.404/76 (“Brazilian Corporate Law”) and the reason that motivated the creation of the institute of unrealized profits reserves. The article concludes that, despite the apparently unintentional silence in the Brazilian Corporate Law in this regard, the solution that best harmonizes the legal precepts is the possibility of allocating amounts pending realization in their entirety to the reserve of unrealized profits, even if they exceed the amount that would be mandatory for distribution, as well as the possibility of freely distributing the amounts allocated to this reserve, once realized, provided that their distribution was not mandatory in principle.

Keywords: Unrealized profits reserve. Corporations. Legal reserve. Mandatory dividends. Unrealized profits. Corporate law. Teleological interpretation.

Sumário: **I.** A razão de ser da reserva de lucros a realizar. **II.** O art. 197 da Lei das S.A. e a função da reserva de lucros: aparente incompatibilidade. **III.** Conclusão.

1. A RAZÃO DE SER DA RESERVA DE LUCROS A REALIZAR

Tullio Ascarelli, em observação atemporal (como tendem a ser as do mestre italiano), já notava como as normas aplicáveis à apuração periódica, pelas sociedades, do resultado de suas atividades econômicas devem tutelar, necessariamente, duas esferas distintas em que coexistem interesses potencialmente divergentes.¹¹⁸

Primeiro, há o recorrente conflito entre os interesses dos credores e os dos acionistas. Os credores desejarão, naturalmente, a imposição de metodologia minuciosa à apuração de lucros, restringindo severamente a liberdade dos acionistas ao fazê-lo, com o objetivo de impedir que a distribuição de dividendos apurados artificialmente reduza o valor do conjunto de bens que serve de garantia aos seus respectivos créditos. A distribuição de lucros apurados por métricas irreais poderia, aqui, subverter a lógica pela qual os acionistas são “os últimos credores da sociedade”, expressão que, se não prima pelo rigor técnico, é certamente bastante ilustrativa.

Segundo, há a possível divergência de interesses entre os próprios acionistas, que não necessariamente concordarão acerca da conveniência da distribuição de dividendos, quem dirá quanto ao valor exato a ser distribuído.¹¹⁹

Quanto a essa segunda esfera de interesses, o legislador, ao criar a noção de dividendo obrigatório¹²⁰, estabeleceu clara norma de proteção aos interesses dos acionistas minoritários, que não mais

118 ASCARELLI, Tullio. **Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado**. Campinas: Bookseller, 2001, p. 581-582.

119 “Surge, por isso, o conceito do exercício social e, conseqüentemente, o da avaliação periódica dos lucros ou das perdas, feita com intervalos regulares de tempo. Daí, logicamente, dois problemas: a) evitar que a distribuição de valores aos acionistas possa prejudicar os credores sociais. Tal é o fim visado pelas normas que vedam a distribuição de lucros fictícios, ou seja, de lucros apenas aparentes cuja distribuição acarrete, na realidade, uma diminuição do capital ou das reservas; tal o fim visado pelas normas que disciplinam a tutela dos credores quanto à redução do capital social; b) disciplinar o conflito entre os acionistas que queiram e os que não queiram a distribuição do lucro, que, à vista das normas destinadas a tutelar os credores, seja, em tese, distribuível; disciplinar, por isso, os poderes da maioria e o direito do acionista à distribuição efetiva do lucro.” (Ibid., p. 581-582).

120 Conferir o art. 202 da Lei das S.A.

ficam à mercê da maioria acionária para ter direito ao recebimento de valores líquidos quando a sociedade apurar lucros.

Ocorre que a criação de um dividendo de distribuição obrigatória, quando somada à adoção expressa do regime de competência pelo art. 197 da Lei das S.A., acaba por criar problemas que podem afetar a saúde financeira das companhias, e, em casos extremos, até mesmo sua viabilidade. Afinal, o regime de competência, ao tornar obrigatório o reconhecimento do lucro no exercício em que ocorrido seu fato gerador, pode tornar obrigatória a distribuição de valores não efetivamente auferidos pela sociedade.

O risco descrito acima é real, e não tão incomum. Apenas para fins de um exercício exemplificativo, essa situação pode ser provocada por alteração no critério de avaliação de bens da companhia, ou na hipótese da celebração de um contrato cujas receitas serão auferidas a longo prazo.¹²¹ Em cenários como esses, surge o perigo de a companhia se ver obrigada a, ao computar contabilmente como lucro valores que ainda não recebeu, ter de distribuir, como dividendo obrigatório, valores de que, na prática, não dispõe (os chamados “lucros a realizar”¹²²).

Esse perigo é a razão de ser do instituto da reserva de lucros a realizar,¹²³ que aparece como “*instrumento para evitar que a companhia*

121 “Esse risco pode efetivamente existir, porque: a) a Lei prescreve o reconhecimento do lucro em regime de competência, e não de caixa, e o lucro realizado em cada exercício pode ser insuficiente para pagar o dividendo obrigatório, se a receita de venda é recebida a longo prazo e a empresa cresce rapidamente; b) a Lei prescreve (em alguns casos) a avaliação dos investimentos pelo método do patrimônio líquido, o que implica reconhecer na conta de resultados participação no lucro de outra sociedade ainda não efetivamente recebido sob a forma de dividendo; c) a Lei determina que certos ativos da companhia, classificados no ativo circulante ou no realizável a longo prazo devem, conforme o caso, ser avaliados pelo seu valor de mercado e dessa avaliação pode resultar lucro não realizado pela sociedade.” (PIVA, Luiz Carlos. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). **Direito das companhias**, vol. II. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1.697).

122 “Lucros a realizar são lucros que, embora tenham sido auferidos pela companhia, ainda não foram realizados em moeda.” (Ibid., p. 1696).

123 A respeito das reservas em sentido amplo, cumpre lembrar que há pelo menos sete diferentes tipos, conforme a Lei das S.A.: a reserva legal, a reserva para contingências, a reserva estatutária, o dividendo obrigatório diferido, a reserva de incentivos fiscais, a retenção de lucros, a reserva especial para dividendo obrigatório não distribuído e o tipo que é objeto deste artigo, a reserva de lucros a realizar. Para Trajano de Miranda

tenha que recorrer a empréstimos para pagar o dividendo obrigatório”.¹²⁴ Trata-se, pois, de instrumento cuja função (i.e., telos) é impedir que a previsão legal de um dividendo obrigatório, pensada pelo legislador como um escudo para o acionista contra a maioria acionária, acabe por se tornar uma arma apta a ferir a saúde financeira da própria companhia, em prejuízo de seus acionistas, credores, trabalhadores, e todos os demais *stakeholders* que em torno dela orbitam.¹²⁵

Ocorre que a redação do art. 197 da Lei das S.A., que disciplina o instituto da reserva de lucros a realizar, é, se tomada em sua literalidade, incompatível com a finalidade estabelecida acima. Essa incompatibilidade, a nosso ver apenas aparente (pois a interpretação

Valverde, “As reservas não são frutos civis, mas capitais, que aumentam o patrimônio da sociedade.” (VALVERDE, Trajano de Miranda. **Sociedade por ações**, vol. II. Rio de Janeiro: Forense, 1959, p. 392). Aqui, faz-se referência ao dito “conceito tradicional de reservas” (TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. **Das sociedades anônimas no direito brasileiro**, vol. 2. São Paulo: Bushatsky, 1979, p. 570), sem ignorar que há, ainda, as reservas de capital. A respeito especificamente das reservas de lucro, conferir: “Reservas de lucros são quantidades de patrimônio líquido formadas com lucros auferidos pela companhia e destinados a determinado fim por força de dispositivo legal ou estatutário.” (PEDREIRA, José Luiz Bulhões. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). **Direito das companhias**, vol. II. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1587). Conferir ainda, a propósito, Piva, *op. cit.*, p. 1.686.

124 Pedreira, *op. cit.*, p. 1588.

125 “A reserva de lucros a realizar é regulada no Projeto a fim de que o dividendo obrigatório possa ser fixado como porcentagem do lucro do exercício sem risco de criar problemas financeiros para a companhia. Os valores enumerados no parágrafo único do artigo 198 são modalidades de lucros que, embora computados no resultado do exercício, ainda não foram realizados, em condições que permitam sua distribuição como dividendo.” (BRASIL. **Exposição de Motivos n. 196**, de 24 de junho de 1976, relativa ao projeto que veio a ser promulgado como a Lei das S.A. Brasília, DF: Ministério da Fazenda, 1976. Disponível em <https://www.gov.br/cvm/pt-br/aceso-a-informacao-cvm/institucional/sobre-a-cvm/EM196Lei6404.pdf>. Acesso em: 1.10.2025). Essa mesma percepção é enfatizada, frequentemente, pela doutrina jurídica. Veja-se, de forma sintética: “A função da reserva de lucros a realizar é evitar que a companhia corra o risco de ser obrigada a pagar dividendo em valor maior do que o lucro realizado em dinheiro, e foi introduzida na Lei das S.A. em resposta a críticas à proposta de criação do dividendo obrigatório.” (Piva, *op. cit.*, p. 1697). No mesmo sentido, confira-se Fábio Konder Comparato. Reserva de Lucros a Realizar - Sua função no patrimônio da sociedade anônima – Não inclusão, na base de cálculo do dividendo obrigatório, das quantias deduzidas do lucro líquido para a constituição dessa reserva. In **Doutrinas Essenciais de Direito Empresarial / Revista dos Tribunais Online**, v. 3, 2010, p. 6) e, na doutrina contábil, GELBCKE, Ernesto Rubens; DOS SANTOS; Ariovaldo; IUDÍCIBUS, Sérgio de; MARTINS, Eliseu. **Manual de contabilidade societária**: aplicável a todas as sociedades. São Paulo: Atlas, 2018, capítulo 22.5.6. *E-book*).

da lei não se resume à sua literalidade), é o assunto a cuja análise esse trabalho se propõe, ao qual passamos no tópico a seguir.

2. O ART. 197 DA LEI DAS S.A. E A FUNÇÃO DA RESERVA DE LUCROS: APARENTE INCOMPATIBILIDADE

Concluímos, no capítulo acima, que a razão de ser da reserva de lucros a realizar é impedir que uma dada companhia se veja obrigada a pagar, aos acionistas, valor que, embora conste de sua contabilidade como lucro, ainda tenha sua realização pendente, sendo, pois, indisponível em termos práticos. Antecipamos também, embora sem aprofundar a questão, que a atual redação do art. 197 da Lei das S.A.,¹²⁶ se tomada em sua literalidade, é incompatível com essa função.

Cabe, a princípio, explicar tal incompatibilidade. Seu cerne está no fato de o texto do art. 197 limitar o valor passível de destinação à reserva de lucros a realizar ao “excesso” do “montante do dividendo obrigatório” que “ultrapassar a parcela realizada do lucro líquido do exercício”.

Imaginando-se companhia em que o estatuto seja silente a respeito da distribuição de dividendos, se o lucro líquido ajustado do exercício for de R\$ 200.000,00, o dividendo de distribuição obrigatória será de R\$ 100.000,00, nos termos do art. 202 da Lei das S.A.¹²⁷ Imagine-

126 Lei das S.A., art. 197: “No exercício em que o montante do dividendo obrigatório, calculado nos termos do estatuto ou do art. 202, ultrapassar a parcela realizada do lucro líquido do exercício, a assembleia-geral poderá, por proposta dos órgãos de administração, destinar o excesso à constituição de reserva de lucros a realizar. [...] § 2º A reserva de lucros a realizar somente poderá ser utilizada para pagamento do dividendo obrigatório e, para efeito do inciso III do art. 202, serão considerados como integrantes da reserva os lucros a realizar de cada exercício que forem os primeiros a serem realizados em dinheiro.”.

127 Lei das S.A., art. 202: “Os acionistas têm direito de receber como dividendo obrigatório, em cada exercício, a parcela dos lucros estabelecida no estatuto ou, se este for omissivo, a importância determinada de acordo com as seguintes normas: I - metade do lucro líquido do exercício diminuído ou acrescido dos seguintes valores: a) importância destinada à constituição da reserva legal (art. 193); e b) importância destinada à formação da reserva para contingências (art. 195) e reversão da mesma reserva formada em exercícios anteriores; II - o pagamento do dividendo determinado nos termos do inciso I poderá ser limitado ao montante do lucro líquido do exercício que tiver sido realizado, desde que a diferença seja registrada como reserva de lucros a realizar (art. 197); III - os lucros registrados na reserva

se igualmente que, desse lucro líquido ajustado, apenas R\$ 80.000,00 já tenham sido realizados: há, aqui, um “excesso” de R\$ 20.000,00 do valor do dividendo obrigatório em relação aos lucros realizados, “excesso” esse que poderia, em juízo discricionário da respectiva companhia, ser destinado à reserva de lucros a realizar.

A questão, aqui, é que o uso do termo “excesso” parece partir da premissa de que o valor dos lucros pendentes de realização será, sempre, inferior ao valor total dos dividendos de distribuição obrigatória (como no exemplo acima). Do contrário, afinal, não haveria “excesso” desse em relação àquele.

Essa premissa, porém, é falsa: é plenamente possível que o valor dos dividendos de distribuição obrigatória pelo estatuto social (ou, em sua omissão, segundo a Lei das S.A.) seja inferior ao valor dos lucros cuja realização se encontre pendente. Para verificar essa falsidade, basta voltar ao exemplo acima, de lucro líquido ajustado de R\$ 200.000,00 e dividendo obrigatório de R\$ 100.000,00, e imaginar que a totalidade do lucro líquido ajustado ainda tenha sua realização pendente.

Nesse novo cenário, pela literalidade da redação da Lei das S.A., o valor passível de destinação à reserva de lucros a realizar encontraria limite no “*montante do dividendo obrigatório*”, nos termos do art. 197 da Lei das S.A. Ou seja, a companhia em questão poderia destinar, à reserva de lucros a realizar, apenas R\$ 100.000,00, quedando com outros R\$ 100.000,00, igualmente pendentes de realização, aos quais teria de ser atribuída outra destinação.

Na doutrina, há quem faça eco à literalidade da lei, observando que a regra por ela estabelecida é mesmo de que apenas o excedente ao valor do dividendo obrigatório possa ser destinado à reserva de lucros

de lucros a realizar, quando realizados e se não tiverem sido absorvidos por prejuízos em exercícios subseqüentes, deverão ser acrescidos ao primeiro dividendo declarado após a realização.”.

a realizar – de tal modo que não haveria um cenário de destinação integral do lucro a realizar a essa reserva.¹²⁸

A nosso ver, a interpretação literal do art. 197 da Lei das S.A., nos termos em que delineada acima, não pode prevalecer. Se, como visto, o propósito da introdução da reserva de lucros a realizar no regime societário foi evitar a obrigatoriedade da distribuição de lucros de

128 Nesse sentido, cf.: “Assim, pode ser destinada a essa reserva apenas a parcela do dividendo obrigatória que ultrapassar a parcela realizada, disponível financeiramente, do lucro líquido apurado no exercício. Não há limite máximo para o valor que pode formar essa reserva.” (CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Fernando. **Sociedades anônimas**, 3ª ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022, p. RB-5.14, versão digital); “Já a reserva de lucros a realizar, em sua literalidade, poderá ser constituída quando o valor do dividendo obrigatório for superior à parcela realizada do lucro líquido do exercício, destinando-se esse excesso à constituição de reserva, que será, por assim dizer, destacada do dividendo obrigatório. [...] Portanto, do que já se viu, embora tenha havido uma reforma ampla no regime da reserva de lucros a realizar, pode-se concluir que em ambos os regimes, antigo e o novo, a principal preocupação do legislador foi de evitar que a companhia se veja obrigada a pagar a seus acionistas dividendos com base em lucro que ainda não tenha sido realizado financeiramente em dinheiro. Além disso, o novo regime, contrariamente ao regime anterior, é realizado em uma única etapa, e foca-se apenas na parte não realizada do dividendo obrigatório e não do lucro como um todo.” (CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. “Notas sobre a destinação do lucro do exercício: a reserva de lucros a realizar e a destinação a ela do lucro excedente do dividendo obrigatório”. In: VENANCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna (org.). **Lei das S.A. em seus 40 anos**. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 420); “No entanto, é preciso considerar a limitação imposta pelo artigo 197 da Lei 6.404/76, que somente autoriza à assembleia geral, por proposta dos órgãos de administração, destinar o excesso à constituição de reserva de lucros a realizar, no exercício em que o montante do dividendo obrigatório ultrapassar a parcela realizada do lucro líquido do exercício [...]” (MAMEDE, Gladston. **Direito Empresarial Brasileiro – Direito Societário: Sociedades Simples e Empresárias**, 4ª ed., v. 2. São Paulo: Atlas, 2010, p. 570); e “A Lei nº 10.303/2001 alterou a redação deste artigo para restringir ainda mais a liberdade das companhias na constituição da reserva de lucros a realizar. Pelo sistema legal anterior, todo o lucro financeiramente não realizado, que ultrapassasse o total incluído na formação das demais reservas (artigos 193 a 196), poderia ser deduzido do lucro líquido do exercício para a apuração do lucro líquido ajustado, base de cálculo do dividendo mínimo obrigatório. Após as alterações introduzidas pela Lei nº 10.303/2001, este artigo passou a determinar que somente podem ser destinados à reserva de lucros a realizar os valores correspondentes ao montante do dividendo obrigatório que excederem a parcela do lucro líquido realizado do exercício.” (EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**, v. 3. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 68). Ainda em sentido semelhante, a doutrina contábil afirma que, com a mudança para a atual redação do dispositivo sob análise, “antes do cálculo da Reserva de Lucros a Realizar, os dividendos obrigatórios devem ser calculados, pois são parâmetros a serem utilizados no cálculo da reserva” – afirmativa que parece colocar o valor dos dividendos de distribuição obrigatória como limite máximo destinável à reserva (IUDICIBUS, Sergio de; MARTINS, Eliseu; GELBCKE, Ernesto Rubens; SANTOS, Ariovaldo dos. **Manual de contabilidade societária**. São Paulo: Atlas, 2010, p. 344).

realização pendente, seria grave equívoco adotar interpretação, com base apenas no critério textual-literal, que se mostrasse de tal forma incompatível com o *telos* do instituto.¹²⁹

Não se trata, evidentemente, de negar valor ao texto do dispositivo. Trata-se, isso sim, de reconhecer as imperfeições inerentes ao processo legislativo, e concluir que o Legislador, ao promulgar a atual redação do art. 197, tinha em mente apenas situações em que o valor do dividendo de distribuição obrigatória fosse superior ao dos lucros de realização pendente – situação que, na prática, de fato tenderá a ser a mais usual, mas que, como visto, está longe de ser a única possibilidade. Há, em outras palavras, *lacuna* relativa à situação em que o valor dos lucros de realização pendente seja superior ao dos dividendos de distribuição obrigatória.

Cabe, aqui, ressaltar no sentido de reconhecer que o termo *lacuna* é, frequentemente, empregado de forma leviana, como se qualquer silêncio do legislador criasse um espaço vazio falho que devesse ser preenchido pelo aplicador do Direito. Evidentemente, não é esse o caso: a não inclusão de um determinado conteúdo é, muitas vezes, deliberada, equivalendo à sua rejeição intencional pelo Legislador, hipótese em que inexistiria lacuna a ser preenchida.

O que nos leva a crer não ser esse o caso quanto ao art. 197 é, justamente, a contradição manifesta entre, de um lado, a função atribuída expressamente à reserva de lucros a realizar durante

129 No mesmo sentido foi a completíssima Dissertação de Mestrado recentemente defendida por colega do curso de pós-graduação que levou à elaboração desse artigo, e que merece transcrição: “Trata-se, como se vê, da adoção de uma interpretação extensiva (ou da realização de uma extensão teleológica) do art. 197 da Lei nº 6.404/1976, a fim de permitir que a reserva de lucros a realizar possa reter todo o lucro não realizado que se enquadre no § 1º do referido dispositivo legal, em vez de apenas aquela parcela não realizada que seria utilizada para pagamento do dividendo mínimo obrigatório. É, nesse sentido, uma interpretação fundada essencialmente na finalidade da norma, que busca oferecer às companhias a possibilidade de não distribuir lucros não realizados financeiramente com uma reserva assemblear. [...] À luz da teleologia da regra que prevê a reserva de lucros a realizar e da sistemática da destinação do resultado do exercício na Lei nº 6.404/1976, esse entendimento da literatura deve ser adotado.” (CORRÊA, Bruno Tostes. **As reservas das Sociedades Anônimas no Direito brasileiro**: entre liberdade e controle. 2025. Dissertação (Mestrado em Direito) - Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2025, p. 334).

o processo legislativo que levou à sua criação (qual seja, evitar a obrigatoriedade da distribuição de valores não realizados, como se viu acima) e, de outro lado, o sentido literal do texto vigente (que não abrange situações em que os valores não realizados excedam o dividendo de distribuição obrigatória).

A contradição delineada acima se mostra particularmente grave quando se tem em mente o teor do art. 202, §6º da Lei das S.A.,¹³⁰ que determina a obrigatoriedade da distribuição, como dividendos, de quaisquer valores não destinados nas formas previstas nos arts. 193 a 197 do diploma societário. É dizer que a companhia, para evitar a distribuição obrigatória de valores não realizados, teria de atribuir, aos valores não realizados excedentes ao dividendo obrigatório, alguma destinação prevista nos arts. 193 a 196 da Lei das S.A. (dado que o art. 197 é, justamente, aquele que prevê a destinação à reserva de lucros a realizar).

A adoção de alguma dessas destinações, no entanto, nem sempre será possível, dado que, longe de serem discricionárias, possuem, todas elas, requisitos próprios.

Nos termos do art. 193, a reserva legal “*não excederá de 20% (vinte por cento) do capital social*”: se esse limite já houver sido atingido, não será ela uma destinação possível.

Já o art. 194 prevê a possibilidade de criação de reservas estatutárias – mas, para a companhia que se depara com lucros a realizar sem destinação possível, a criação dessas reservas, mediante assembleia geral de acionistas que modifique o estatuto, nem sempre será viável na linha de tempo necessária à atribuição de destinação aos valores pendentes. Seria questionável, inclusive, a legalidade de se

130 Lei das S.A., art. 202, § 6º: “Os lucros não destinados nos termos dos arts. 193 a 197 deverão ser distribuídos como dividendos.”. O dispositivo tornou expresso conteúdo que a CVM já considerava implícito ao sistema da lei: “De fato, visando impedir a prática, então usual, de retenção de lucros sob a chamada conta de lucros acumulados, a CVM, diante do fato de que a Lei n. 6.404/1976 não disciplinava aquela conta, entendeu que a parcela do lucro do exercício, excedente ao dividendo obrigatório, não destinada a nenhuma daquelas reservas, seria necessariamente distribuída aos acionistas como dividendo.” (LUCENA, José Waldecy. **Das Sociedades Anônimas** - Comentários à Lei, v. III. Rio de Janeiro: Renovar, 2012, p. 104).

criar uma reserva, após a conclusão de um exercício, para a destinação de lucros nele formados.¹³¹

O art. 195, a seu turno, exige a existência de “*perda julgada provável, cujo valor possa ser estimado*”. Essas perdas, no entanto, nem sempre existirão para uma dada companhia – sendo de todo desejável, a rigor, que de fato não existam. O art. 195-A, em sentido semelhante, exige a existência de “*parcela do lucro líquido decorrente de doações ou subvenções governamentais para investimentos*”, situação pouco comum.

O art. 196, por fim, exige a elaboração de orçamento de capital que preveja as “*aplicações de capital*” relativas aos recursos a ela destinados, exigência nitidamente incompatível com lucros a realizar: se tais lucros tem sua realização pendente, é flagrante a impossibilidade de aplicá-los de qualquer forma, justamente por não terem se materializado.

De fato, a doutrina especializada reconhece que, frequentemente, será impossível atribuir, a valores de realização pendente, qualquer das destinações elencadas acima.¹³² E, sendo inviável a atribuição dessas destinações, volta-se ao art. 202, §6º da Lei das S.A., pelo qual

131 Nesse sentido, cf.: “*Poderá, a assembléia, modificando o estatuto, destinar à reserva os lucros do exercício que, conforme o estatuto vigente no período da sua formação, não podiam ser destinados à reserva? Também esta pergunta merece, creio eu, uma resposta negativa pois não pode a assembléia modificar o estatuto no que respeita ao passado.*” (ASCARELLI, Tullio. **Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado**. Campinas: Bookseller, 2001, p. 588).

132 Por exemplo: “*Não se pode perder de vista, entretanto, que a alteração do método de cálculo da reserva de lucros a realizar, apropriado em função dos dividendos obrigatórios, não implica que essa reserva seja de dividendos. [...] Assim é que não há qualquer impeco legal para a alocação de grande parte do lucro líquido do exercício ou até mesmo de sua totalidade, uma vez já formada a reserva legal (artigo 193), na reserva de lucros a realizar, quando esse lucro não tiver sido realizado. Trata-se de lucro meramente contábil e, dessa forma, nenhuma outra reserva facultativa encontra-se apta a albergá-lo. A reserva estatutária exige a fixação do limite máximo da reserva (artigo 194, inciso III), o que não se amolda com a natureza e a finalidade da alocação do lucro não realizado. A reserva de incentivos fiscais, por evidente, não se presta a esse fim (artigo 195-A). Também a ele não se adequa a reserva para contingências (artigo 195), porquanto somente o lucro realizado pode se destinar a compensar, em exercício futuro, a diminuição do lucro decorrente de perda provável, cujo valor possa ser estimado. Igualmente não se mostra concretamente factível afetar lucro não realizado à execução de projeto, fundamento da reserva de retenção de lucros (artigo 196).*” (CAMPINHO, Sérgio. Reversão da reserva de lucros a realizar e a sua necessária destinação. **Revista Semestral de Direito Empresarial (UERJ)**, Rio de Janeiro, v. 21, 2017, p. 46-47). No mesmo sentido, conferir: Piva, *op. cit.*, p. 1.700; e Corrêa, *op. cit.*, p. 336).

a companhia, se adotada a interpretação literal-textual do art. 197 ora criticada, seria obrigada a distribuir os valores não realizados, inviabilizando, como visto, o cumprimento do propósito para o qual a reserva de lucros a realizar foi introduzida no ordenamento societário.¹³³

O problema indicado acima é, de certa forma, circular: essa parcela do lucro não poderá ser destinada à reserva de lucros a realizar por não ser de distribuição obrigatória – mas, justamente por não poder ser destinada dessa ou de qualquer outra forma, sua distribuição acaba por se tornar obrigatória.¹³⁴ É improvável, a nosso ver, que fosse essa a intenção do legislador ao promulgar a atual redação do dispositivo.

Reiteramos, pois, nossa conclusão de que o silêncio do Legislador quanto aos casos em que os lucros a realizar excedam o valor dos dividendos de distribuição obrigatória, longe de ser deliberado, é uma autêntica lacuna, causada por imperfeições inerentes à linguagem e a qualquer processo legislativo, devendo ser preenchida mediante interpretação teleológica que permita destinar, à reserva de lucros a realizar, quaisquer lucros cuja realização esteja pendente, mesmo que superiores aos dividendos de distribuição obrigatória pelos termos do estatuto.

A conclusão, porém, não exaure o assunto: levanta, ela própria, um questionamento adicional, agora relativo ao art. 197, § 2º da Lei das S.A., pelo qual a “*reserva de lucros a realizar somente poderá ser utilizada para pagamento do dividendo obrigatório*”. Esse comando seguiria válido se fosse dada, ao *caput* do dispositivo, a interpretação ora sugerida?

A nosso ver, a melhor resposta é, aqui, a negativa.

Explicamos: como visto, o *caput* do art. 197 endereça apenas as situações em que os lucros a realizar são de valor inferior ao do

133 Cf., por exemplo: “*Afronta a racionalidade da lei e a essência de sua exegese finalística, admitir que a companhia possa apenas reter a parcela do dividendo obrigatório, mas não a parcela do dividendo não obrigatório.*” (Campinho, *op. cit.*, p. 47).

134 De forma sintética: “*Seria ilógico admitir que a sociedade pode reter o dividendo obrigatório, mas não pode deixar de distribuir o dividendo não obrigatório.*” (Piva, *op. cit.*, p. 1.701).

dividendo obrigatório, havendo lacuna quanto às situações em que os lucros a realizar são de valor superior ao do desse dividendo.

Se essa era a única situação que o Legislador tinha em mente, de fato faz sentido o comando do § 2º do dispositivo em comento. Afinal, se todos os valores destinados à reserva eram de distribuição obrigatória, nada mais natural que a permanência dessa obrigatoriedade, que se tornará eficaz tão logo realizados os lucros.

A mesma lógica não vale, no entanto, para a situação em relação ao qual o art. 197, *caput* é lacunoso (*i.e.*, a dos lucros a realizar em valor superior ao dos dividendos obrigatórios). Nesse caso, os valores destinados à reserva em excesso aos de distribuição obrigatória eram de destinação livre (mesmo que não fosse possível, na prática, atribuir-lhes qualquer outra destinação, ante o não atendimento dos requisitos aplicáveis).¹³⁵

Veja-se que essa conclusão, longe de criar exceções ou tratamentos díspares, na realidade mantém a coerência do instituto,

135 Em sentido aparentemente contrário, mas que não considera explicitamente as lacunas objeto desse trabalho (donde o advérbio “*aparentemente*”), parte da doutrina constata a obrigatoriedade da distribuição dos lucros realizados, partindo da premissa (já refutada nesse trabalho) de que apenas o lucro cuja distribuição como dividendos seja obrigatória poderia integrar a reserva de lucros a realizar. Cf.: “Quando a coligada ou a controlada distribuir dividendo em dinheiro, a companhia investidora dará entrada do valor recebido e creditará a conta de investimento. Simultaneamente reverterá parcela equivalente da reserva de lucros a realizar, que se tornará então disponível para distribuição. Aliás, como regra geral, a reversão da reserva de lucros a realizar será obrigatória apenas quando aos recursos efetivamente ingressarem na companhia.” (CARVALHOSA, *op. cit.*, p. RB-5.14, versão digital); “Foi justamente atentando para esses riscos oriundos da natureza incerta dos lucros enumerados no parágrafo único do art. 197 que o legislador de 1976 criou o mecanismo da ‘reserva de lucros a realizar’. O valor correspondente a esses lucros, com a dedução das quantias aplicadas à constituição da reserva legal, das reservas estatutárias e da reserva para contingências, poderá ser levado à conta de outra reserva específica. A medida que forem sendo realizados tais lucros, isto é, quando forem recebidos efetivamente pela companhia, far-se-á a dedução correspondente nessa conta de reserva, com a concomitante reversão à conta de resultados do exercício, para efeito de composição do lucro líquido ajustado, base de cálculo do dividendo obrigatório.” (Fábio Konder Comparato. *op. cit.*, versão digital); e “A reserva de lucros a realizar, portanto, se refere, necessariamente, a lucros já auferidos pela sociedade, mas que, por conta da utilização do regime de competência, ainda não foram realizados monetariamente e nem serão no exercício social seguinte. Por isso que, apesar da existência de lucros, não há dinheiro para o efetivo pagamento dos respectivos dividendos. Decorre disso, ainda que somente lucros passíveis de distribuição como dividendo é que podem integrar a reserva de lucros a realizar.” (Campos, *op. cit.*, p. 416).

seguindo lógica unitária e harmônica pela qual a destinação à reserva de lucros a realizar não muda a natureza dos valores a ela destinados; apenas e tão-somente suspende os efeitos dessa natureza na pendência da realização. Por essa lógica, a reserva de lucros a realizar não é, materialmente, uma destinação (embora o seja formalmente); é, apenas e tão somente, uma suspensão do *iter* intrassocietário daquele recurso na pendência de sua realização, que será retomado tão logo essa venha a ocorrer.

É dizer que, se os valores eram de distribuição obrigatória antes da destinação à reserva de lucros a realizar (conforme previsto no texto do *caput* do art. 197), sua distribuição seguirá obrigatória quando da realização (conforme o comando do § 2º). Se, por outro lado, eram de destinação livre (hipótese em relação ao qual o art. 197, *caput*, é lacunoso), seguirá livre sua destinação quando realizados os valores e revertida a reserva.¹³⁶ Em outras palavras, a identificação de uma lacuna no *caput* do art. 197 tem, por consequência, o surgimento de lacuna adicional em seu § 2º, que deve ser lido como excepcionando a aplicabilidade do comando nele contido quanto ao teor em reação ao qual o *caput* apresenta lacuna.¹³⁷

136 Inclusive, a perda dessa liberdade de destinação constituiria, em última hipótese, um desincentivo indesejável ao uso da reserva de lucros a realizar, como bem pontuado no excerto a seguir: “Caso se adote a posição de que o lucro líquido excedente ao dividendo mínimo obrigatório retido na reserva de lucros a realizar tem de necessariamente ser distribuído como dividendo quando houver sua realização, haveria uma restrição indevida à liberdade de escolha da companhia na forma de destinação desse lucro excedente apenas porque se decidiu reter todo o lucro não realizado à conta da reserva de lucros a realizar com fundamento numa interpretação do art. 197 da Lei nº 6.404/1976 que proporciona o resultado hermenêutico mais coerente com a finalidade da norma. Isso significa que haveria então um forte desincentivo a se reter todo o lucro não realizado na reserva de lucros a realizar, já que, a se adotar a interpretação de que tudo aquilo registrado à conta da reserva de lucros a realizar deve ser distribuído como dividendo, a liberdade de destinação que existe na Lei nº 6.404/1976 daquilo que excede o necessário para pagamento do dividendo mínimo obrigatório sumiria.” (Corrêa, *op. cit.*, p. 339).

137 Fazemos a ressalva de que, como reconhecido expressamente no início desse trabalho, as posições aqui defendidas divergem do teor literal da Lei das S.A. (embora, a nosso ver, justificadamente, como já exposto). Por isso, entendemos que, em prol da segurança jurídica, deve se proceder com especial cautela em situações nas quais se pretenda imputar, a uma companhia (ou a seus acionistas ou administradores), consequências adversas oriundas da adoção de condutas que se adequem ao sentido literal da Lei das S.A. (por exemplo, reputando obrigatória a distribuição de todos os

3. CONCLUSÃO

Assim como qualquer legislação complexa, a Lei das S.A., não obstante sua reconhecida elevada qualidade técnica, não é desprovida de suas imperfeições. Esse trabalho se propôs a diagnosticar e solucionar uma tal imperfeição, concluindo que (i) é possível destinar, à reserva de lucros a realizar, valores pendentes de realização em sua integralidade, mesmo que superem o valor que seria de distribuição obrigatória; e que (ii) se forem destinados a essa reserva valores cuja distribuição não era obrigatória, sua destinação permanecerá livre quando vier a ocorrer sua realização, nos termos delineados acima.

Os autores estão convencidos, não obstante as dificuldades apontadas, ser esse o caminho que melhor harmoniza diversos pilares do regime legal das sociedades anônimas, como as reservas, o dividendo obrigatório e a adoção do regime contábil de competência, permitindo que as companhias sigam a cumprir sua relevantíssima função econômica enquanto instituto capaz de organizar a condução das mais sofisticadas atividades econômicas.

valores destinados à reserva de lucros a realizar, mesmo os que excediam o dividendo obrigatório).

BIBLIOGRAFIA

Bruno Tostes Corrêa. **As reservas das Sociedades Anônimas no Direito brasileiro: entre liberdade e controle**. Dissertação de Mestrado, Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2025.

Egberto Lacerda Teixeira; José Alexandre Tavares Guerreiro. **Das sociedades anônimas no direito brasileiro**, vol. 2. São Paulo: Bushatsky, 1979.

Ernesto Rubens Gelbcke, Ariovaldo dos Santos, Sérgio de Iudícibus, Eliseu Martins. **Manual de contabilidade societária: aplicável a todas as sociedades**. São Paulo: Atlas, 2018.

Fábio Konder Comparato. Reserva de Lucros a Realizar - Sua função no patrimônio da sociedade anônima – Não inclusão, na base de cálculo do dividendo obrigatório, das quantias deduzidas do lucro líquido para a constituição dessa reserva. In **Doutrinas Essenciais de Direito Empresarial / Revista dos Tribunais Online**, v. 3, 2010.

Gladston Mamede. **Direito Empresarial Brasileiro – Direito Societário: Sociedades Simples e Empresárias**, 4^a ed., v. 2. São Paulo: Atlas, 2010.

José Luiz Bulhões Pedreira, in Alfredo Lamy Filho; José Luiz Bulhões Pedreira (coord.). **Direito das companhias**, vol. II. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

José Waldecy Lucena. **Das Sociedades Anônimas - Comentários à Lei**, v. III. Rio de Janeiro: Renovar, 2012.

Luiz Antonio de Sampaio Campos, in Alberto Venancio Filho; Carlos Augusto da Silveira Lobo; Luiz Alberto Colonna Rosman (org.). **Lei das S.A. em seus 40 anos**. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

Luiz Carlos Piva in Alfredo Lamy Filho, José Luiz Bulhões Pedreira (orgs.). **Direito das Companhias**, v. II. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

Ministério da Fazenda, **Exposição de Motivos n. 196**, 24.06.1976.

Modesto Carvalhosa; Fernando Kuyven. **Sociedades anônimas**, 3ª ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022, versão digital.

Nelson Eizirik. **A Lei das S/A Comentada**, v. 3. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

Sérgio Campinho. Reversão da reserva de lucros a realizar e a sua necessária destinação. In **Revista Semestral de Direito Empresarial (UERJ)**, v. 21, 2017.

Sergio de Iudicibus, Eliseu Martins, Ernesto Rubens Gelbcke, Ariovaldo dos Santos. **Manual de contabilidade societária**. São Paulo: Atlas, 2010.

Trajano de Miranda Valverde. **Sociedade por ações**, vol. II. Rio de Janeiro: Forense, 1959.

Tullio Ascarelli. **Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado**. Campinas: Bookseller, 2001.

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

LEGAL ASPECTS OF MEDIA FOR EQUITY: ANALYSIS OF CORPORATE ASPECTS IN THE CAPITALIZATION OF A COMPANY'S SHARE CAPITAL THROUGH THE ASSIGNMENT OF THE RIGHT OF PUBLICITY

*Luis Pedro Matos França (Universidade de São Paulo)*¹³⁸

*Leonardo de Moraes Salviato (Universidade de São Paulo)*¹³⁹

RESUMO

A evolução tecnológica e o crescimento das redes sociais têm transformado a dinâmica entre artistas, atletas e influenciadores com o público, ampliando o mercado publicitário por meio do *marketing* digital. O uso da imagem, nesse contexto, pode ser cedido, permitindo que empresas explorem essa valiosa ferramenta publicitária de forma legal. Assim, surge o modelo *de Media for Equity*, que possibilita que empresas ofereçam ações em troca do direito de uso da imagem, beneficiando-se de publicidade sem infringir normas legais. Entretanto, a volatilidade do valor da imagem pode impactar a saúde financeira da empresa, afetando a confiança dos credores e elevando os custos de empréstimos. Além disso, a desvalorização da imagem de um sócio pode prejudicar a relação entre os parceiros, uma vez

138 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.

139 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.

que a reputação de um sócio se reflete na empresa. Este artigo se propõe a discutir as justificativas legais e a eficácia da *Media for Equity* para a integralização do capital social, analisando as vantagens e desvantagens desse modelo de investimento, com atenção especial à proteção de todos os envolvidos, incluindo a sociedade, os credores e o sócio cedente.

Palavras-chave: Mídia por Capital; Capital Social; Aporte de Capital; Direito de Imagem; Sociedade Limitada; Sociedade por Ações; Governança Corporativa.

ABSTRACT

The technological evolution and the growth of social networks have transformed the dynamics between artists, athletes, and influencers with the public, thereby expanding the advertising market through digital marketing. In this context, the use of image can be ceded, allowing companies to legally exploit this valuable advertising tool. Thus, the Media for Equity model emerges, enabling companies to offer shares in exchange for the right to use the image, benefiting from publicity without infringing legal regulations. However, the volatility of the value of image can impact the financial health of the company, affecting creditor confidence and increasing borrowing costs. Furthermore, the devaluation of a partner's image can harm relationships among partners, as one partner's reputation reflects on the company. This article aims to discuss the legal justifications and effectiveness of Media for Equity for the integration of social capital, analyzing the advantages and disadvantages of this investment model, with particular attention to the protection of all parties involved, including society, creditors, and the ceding partner.

Keywords: Media for Equity; Capital Stock; Capital Contribution; Right Of Publicity; Limited Liability Company, Joint-Stock Company; Corporate Governance.

SUMÁRIO: I. Introdução; II. Novas oportunidades de capitalização social; III. Origem do *Media for Equity*; IV. Justificativas jurídicas e econômicas para a escolha do *Media for Equity*. V. Conclusão.

INTRODUÇÃO

A evolução da tecnologia e o desenvolvimento das redes sociais permitiu que artistas, atletas e influenciadores se aproximassem mais dos seus públicos, ampliando o mercado de publicidade por meio do chamado “*marketing* digital”. Dessa forma, surgiu um movimento de maior valorização do direito sobre a imagem de pessoas públicas em virtude do maior alcance publicitário e, ainda em 2019, 76% dos brasileiros já tinham consumido produtos ou serviços após a indicação de influenciadores¹⁴⁰. Além disso, de acordo com um estudo da Fundação da Autoridade Reguladora da Indústria Financeira (FINRA) e do Instituto CFA, nos Estados Unidos, 37% dos investidores de varejo da “Geração Z” nos EUA dizem que influenciadores de mídias sociais foram um fator importante em sua decisão de investir¹⁴¹.

O direito sobre a imagem, por sua vez, é um bem jurídico protegido contra qualquer tipo de lesão, cuja violação confere direito à indenização por danos morais nos termos do artigo 5º, incisos V, X e XXVIII da Constituição Federal de 1988 (“CRFB/88”). Define-se como violação deste direito, dentre outras situações, a reprodução não autorizada da imagem do indivíduo ou, quando permitida, a reprodução da imagem para fins distintos daqueles autorizados.

Tendo isso em vista, quando for do interesse do indivíduo, o direito sobre o uso da própria imagem pode ser cedido a terceiros mediante pagamento, ou de forma gratuita, em contrato de natureza civil. Por meio do contrato de cessão de imagem, as empresas podem

140 INSTITUTO QUALIBEST; SPARK, a Fluvip Company. **O post é pago, e aí?** São Paulo, 2019. p. 6.

141 FINRA Foundation & CFA Institute, **Gen Z and Investing: Social Media, Crypto, FOMO, and Family**, Maio 2023. Disponível em: <https://finrafoundation.org/sites/finrafoundation/files/Gen-Z-and-Investing.pdf>. Acesso em: 18/08/2025.

seguir com a exploração da imagem do indivíduo sem correr o risco de violar o direito constitucional aludido e ainda perseguir seus objetivos comerciais.

Levando-se em consideração a cessão onerosa do direito de uso da imagem, observa-se a suscetibilidade à avaliação pecuniária deste bem jurídico e a possibilidade de incorporá-lo ao patrimônio pessoal do indivíduo. Por consequência, a personalidade cuja opinião, características físicas e/ou habilidades forem mais relevantes no grupo social no qual está inserida apresentará uma imagem mais valorizada pelas empresas que quiserem atingir aquele grupo social em específico.

É nesse contexto que surge a *Media for Equity*, uma modalidade de investimento que, no rigor de sua prática, representa o ato de adquirir ações ou quotas de uma empresa em troca da realização de atividades publicitárias¹⁴². A *Media for Equity* é utilizada mundialmente por diversos tipos de companhias, porém, essa modalidade se destaca entre as *startups*, uma vez que essas empresas em estágio inicial costumam dispor de menos capital para investimento em campanhas publicitárias e a emissão de quotas surge como uma alternativa para investir nesse setor¹⁴³.

Todavia, apesar de a *Media for Equity* ser uma modalidade de investimento frequentemente utilizada no mercado, o Código Civil de 2002 (“CC/02”), conforme o artigo 1.055, §2º, proíbe a contribuição ao capital social das sociedades limitadas por meio da prestação de serviços¹⁴⁴, assim como a Lei 6.404/1976 (“Lei das S/A”), no seu artigo 7º, detalha que o capital social das sociedades anônimas deve ser formado com contribuições em dinheiro ou em qualquer espécie

142 KROHN, Tobias. **Media for Equity**. Medienwirtschaft. Hamburg, 2015. p. 48.

143 MFG. **The State of Global Media for Growth Funding: The most comprehensive analysis of the media for growth ecosystem**, 2022.

144 Código Civil, art. 1.055: “O capital social divide-se em quotas, iguais ou desiguais, cabendo uma ou diversas a cada sócio (...) § 2º É vedada contribuição que consista em prestação de serviços”.

de bens suscetíveis de avaliação em dinheiro¹⁴⁵. Presume-se, assim, que a prestação de serviços publicitários, no contexto da legislação brasileira, não poderia ser utilizada como contrapartida para a aquisição de quotas ou ações de empresas. Mas como existem *startups* brasileiras utilizando a *Media for Equity* para integralização do capital social?

A partir da cessão do direito de uso da imagem de um indivíduo, a empresa cessionária pode explorar esse bem jurídico para gerar lucro ao longo de suas atividades sem caracterizar uma prestação de serviços, cumprindo com a função da sociedade, a qual vincula a finalidade lucrativa aos objetivos dos sócios, funcionários e membros da sociedade¹⁴⁶. Portanto, entende-se que a *Media for Equity*, quando relacionada à cessão do direito sobre o uso da imagem, pode ser um meio alternativo de integralização do capital social de uma empresa.

Reconhecendo a possibilidade de aplicabilidade da *Media for Equity* no Brasil, inicia-se o debate quanto à eficiência desse método de investimento. Diferentemente da moeda corrente nacional, a avaliação pecuniária sobre a imagem de um indivíduo não possui um lastro econômico que seja capaz de reduzir a flutuação do valor no qual ela foi avaliada. Em uma primeira observação, assume-se que a imagem de cada pessoa terá relevância distinta em grupos sociais distintos, isto é, a imagem de um jogador de futebol é mais relevante quando associada a marcas de artigos esportivos em comparação a quando associada a marcas de cosméticos, por exemplo.

Já na segunda observação, deduz-se que o valor da imagem de um indivíduo está atrelado, direta e necessariamente, ao comportamento e desempenho deste no meio no qual está inserido. A título de exemplificação, um habilidoso jogador de futebol que vem a sofrer uma lesão e é impedido de continuar praticando o esporte tem o valor de sua imagem significativamente reduzido por conta da ausência de

145 Código Civil, art. 7º: “O capital social poderá ser formado com contribuições em dinheiro ou em qualquer espécie de bens suscetíveis de avaliação em dinheiro”.

146 COMPARATO, Fábio Konder. **Estado, empresa e função social**. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 732, 1996, pp. 44-45.

exposição e redução do alcance daquele atleta ao público consumidor. De modo semelhante, um cantor que faz declarações preconceituosas durante um show musical passa a ser avaliado negativamente quanto à influência sobre seu público e também sofre uma redução no valor de sua imagem.

Essas observações são relevantes para destacar a volatilidade do valor da cessão do direito de uso da imagem. Dado que o capital social é imprescindível à atividade mercantil e representa o conjunto dos recursos próprios com que conta a empresa para o desenvolvimento de suas atividades¹⁴⁷, a possível desvalorização brusca do capital social de uma empresa pode prejudicar o seu desempenho econômico, uma vez que não houve o aporte físico do capital, mas a especulação do lucro que seria gerado a partir da cessão daquele direito dentro de um período. Dessa forma, faz-se necessário analisar os efeitos causados pelo aporte de capital a partir da cessão do direito de imagem perante os credores da sociedade aportada.

Em razão de as sociedades anônimas e as limitadas apresentarem uma limitação da responsabilidade dos sócios quanto às dívidas contraídas pela sociedade, identifica-se uma questão primordial para o entendimento da dinâmica existente entre o capital aportado por meio da cessão do direito de uso de imagem e a responsabilidade do sócio sobre esse valor: qual é a garantia disposta pelo credor da sociedade de que a sua dívida será adimplida quando um sócio que integralizou capital por meio de *Media for Equity* tiver sofrido uma desvalorização profunda na avaliação da imagem?

Em discussão preliminar, é possível argumentar que a desvalorização do direito sobre a imagem cedida poderia ocorrer com a integralização do capital social por meio da cessão de direitos sobre um bem imóvel, por exemplo, mas a comparação não é proporcional em virtude da volatilidade da avaliação pecuniária da imagem,

147 GUERREIRO, José Alexandre Tavares. **Regime jurídico do capital autorizado. Noção e função econômica e jurídica do capital social nas sociedades comerciais.** Guarulhos: Editora Saraiva, 1984, p. 8.

já apresentada, que pode ser alterada drasticamente com poucas palavras do indivíduo cedente.

Esse risco existente na relação entre credor e sociedade cujo capital foi aportado por *Media for Equity*, por si só, já interfere na confiança dos agentes financeiros sobre a sociedade, forçando a sociedade a recorrer a empréstimos sob juros mais altos e limitando as propostas de investimentos¹⁴⁸.

Ademais, também se vislumbra uma fragilidade interna na relação entre o sócio cujo direito sobre a imagem foi cedido e os demais sócios da empresa, uma vez que a sociedade pode entrar com medidas administrativas contra o sócio que macular a própria imagem e, por consequência, prejudicar as atividades da empresa.

Entendendo que os sócios possuem a função empresarial de tomar para si os riscos e as responsabilidades da sociedade¹⁴⁹, o sócio cuja imagem estiver atrelada ao capital da sociedade possui uma responsabilidade superior aos demais, uma vez que as suas condutas não apenas poderão ser alvo de medidas administrativas internas quando prejudicarem a imagem da empresa, como também terão impacto direto no patrimônio da sociedade.

Não está claro, portanto, se a prática de *Media for Equity* para a integralização do capital social por meio da cessão do direito de uso de imagem é um método eficiente de aporte de capital, considerando a proteção à sociedade, aos credores e ao próprio sócio cedente. Com isso, o objetivo do presente artigo é percorrer os caminhos acerca das justificativas legais para utilização da *Media for Equity* no Brasil e apresentar as vantagens e desvantagens desse modelo de investimento para os agentes envolvidos no processo.

148 Resolução BCB nº 2.682/1999, Art. 6º. “A provisão para fazer face aos créditos de liquidação duvidosa deve ser constituída mensalmente, não podendo ser inferior ao somatório decorrente da aplicação dos percentuais a seguir mencionados, sem prejuízo da responsabilidade dos administradores das instituições pela constituição de provisão em montantes suficientes para fazer face a perdas prováveis na realização dos créditos: (...)”

149 LAMY, Alfredo Filho; BULHÕES, José Luiz Pedreira. **A lei das S.A.** Rio de Janeiro: Renovar, 2ª ed. v. 1, 1997, p. 49.

1. NOVAS OPORTUNIDADES DE CAPITALIZAÇÃO SOCIAL

O capital social emerge como um conceito intrínseco à criação das sociedades, uma vez que faz parte da tríade funcional das sociedades: a personalidade jurídica, a autonomia patrimonial e a limitação da responsabilidade dos sócios¹⁵⁰. A personalidade jurídica é naturalmente essencial para que a sociedade desempenhe as atividades inerentes, constituindo uma pessoa jurídica independente e possibilitando que os outros dois fatores da tríade sejam possíveis.

A partir da independência jurídica da sociedade, o patrimônio constituído da entidade não se confunde com o dos seus sócios, o que impossibilita a execução destes por credores sociais, limitando as respectivas responsabilidades de cada sócio somente àquilo que contribuiu para o capital social. Nesse sentido, observa-se que o capital social existe para proteger (i) a sociedade de intervenções irresponsáveis dos sócios, (ii) os sócios de execuções de credores, e (iii) os credores da ingerência velada do patrimônio da sociedade.

Todavia, o capital mínimo de operação é necessário para o início de todo empreendimento e, com grande frequência, uma parcela significativa desse valor é obtida por meio de financiamento de terceiros. No Brasil, é comum que esses investidores façam parte de uma dinâmica relacional, isto é, sejam próximos do empreendedor e realizem o investimento com base em uma confiança pessoal¹⁵¹. Contudo, esse investimento ainda é limitado e deve ser bem direcionado a fim de proporcionar o melhor rendimento no estágio inicial da sociedade.

O desenvolvimento tecnológico atingiu um marco relevante para a sociedade, aumentando o acesso à tecnologia e à informação e, conseqüentemente, aumentando o leque de possibilidades para

150 COPOLA, Marina Palma. **Direito societário contemporâneo II: O capital social como instrumento de proteção dos credores na Lei 6.404/1976**. São Paulo: Malheiros Editores, 2015, p. 645.

151 SALAMA, Bruno Meyerhof. **O fim da responsabilidade limitada no Brasil, História, Direito e Economia**. São Paulo: Malheiros Editores e Fundação Getúlio Vargas, 2014, p. 275.

empresários iniciarem seus negócios e atingirem clientes com maior facilidade. Em 2022, 52% das pessoas que acessaram a internet indicaram que frequentemente utilizam-na para o planejamento das compras, índice que era de 46% até 2021¹⁵².

Concomitantemente a essa situação, a ampliação do acesso à internet fez com que mais pessoas tenham redes sociais e, por consequência, mais pessoas tenham visibilidade no meio digital para a produção de conteúdo. Logo, atualmente, é possível alcançar um número maior de pessoas com publicações simples nas redes sociais de um influenciador digital em comparação com publicidades e propagandas realizadas em outros meios tecnológicos.

Observa-se, portanto, a emergência de um grupo de possíveis investidores que podem realizar a integralização de um bem ao capital social da empresa que a auxilie no processo de crescimento por meio do maior alcance publicitário, sem a necessidade de exigir o direcionamento direto de gastos da sociedade para o *marketing* digital.

Tal bem corresponde ao direito sobre a imagem do investidor, o qual será cedido à sociedade como um método de aporte de capital na forma de *Media for Equity*. Em posse dos direitos sobre a imagem do indivíduo, a sociedade poderá fazer uso das redes sociais, redes de influência e experiência do investidor a fim de impulsionar a campanha publicitária e compensar pela participação vendida em troca da cessão.

Além da alavancagem publicitária, a imagem do indivíduo, por já carregar um respaldo e ser conhecido pela sociedade, traz um respeito e um tamanho para a empresa de uma maneira muito mais rápida e eficaz em comparação se a empresa tivesse que angariar tal respaldo de maneira orgânica. Essa propulsão gera um crescimento, em termos de valor de marca e público, muito mais rápido para a sociedade.

Mas neste momento da discussão, antecipa-se uma questão relevante: como o investidor seria obrigado a realizar as atividades

152 IAB. **Digital Ad Spend Brazil 2022**, p. 10. Disponível em: <https://iabbrasil.com.br/wp-content/uploads/2023/04/Digital-AdSpend-2022-1.pdf>. Acesso em: 18/08/2025.

pretendidas pela empresa se não há um contrato de prestação de serviços estabelecendo tais obrigações?

Em primeiro lugar, é importante esclarecer que o contrato de prestação de serviços não é - nem deve ser - ignorado após o aporte de capital por meio da cessão do direito de uso da imagem. A legislação é clara ao indicar que a integralização não pode ocorrer enquanto a contrapartida à emissão de quotas ou ações for a prestação de serviços¹⁵³, contudo, ela não impede a execução de um contrato de prestação de serviços após a cessão do direito de imagem.

O contrato de prestação de serviços pode ser empregado a fim de estabelecer obrigações entre as partes que não estejam diretamente relacionadas à participação societária, mas ao desempenho de atividades específicas sob a remuneração adequada, levando-se em conta que o prestador de serviços é sócio da contratante.

Ademais, de igual modo, um acordo de sócios pode ser celebrado a fim de estipular tais obrigações nos termos do parágrafo 3º do artigo 118 da Lei da S.A., o qual estabelece que os acionistas de determinada empresa podem promover a execução específica das obrigações assumidas ao longo do acordo de acionistas.

Em segundo lugar, o artigo 1.030 do CC/02 determina que o sócio pode ser excluído da sociedade limitada, sob a iniciativa dos demais sócios, por falta grave no cumprimento de suas obrigações. Dessa forma, caso seja identificado que o sócio investidor não está auxiliando na campanha publicitária da sociedade, este poderá ser excluído da sociedade pela não cooperação com as obrigações estabelecidas em eventual acordo de sócios.

Por fim, no caso de o investidor de *Media for Equity* não celebrar qualquer contrato de prestação de serviços ou acordo de sócios, deve-se notar que é do interesse do cedente utilizar todos os recursos ao seu alcance a fim de auxiliar as atividades da sociedade cessionária, uma vez que o recebimento de pagamentos pela cessão do direito da imagem ocorre somente mediante a distribuição de dividendos,

153 Como dito, a prestação de serviços não pode ser utilizada como contribuição para o capital social, nos termos do artigo 1.055, §2º do CC/02.

os quais dependem diretamente do lucro da empresa. Portanto, o investidor e a sociedade possuem, no mínimo, um objetivo em comum e contam um com o outro para alcançá-lo nas melhores condições.

Desse modo, observa-se a possibilidade legal para fazer uso do direito sobre a própria imagem para realizar investimentos em empresas em troca de participação societária. Contudo, as consequências societárias desse tema aludem questões ainda não resolvidas.

2. ORIGEM DO MEDIA FOR EQUITY

O modelo *Media for Equity* significa, em suma, a realização da prestação de serviços de mídia em troca de participação acionária¹⁵⁴, normalmente relacionado aos investimentos em *Venture Capital*, como *startups*. Nesse procedimento, um investidor, dotado de expertise publicitária e condições de operação relevantes no mercado, realiza um contrato de cessão de direitos de imagem, ou afim, – e consequente prestação de serviços publicitários - com uma empresa a fim de receber em troca uma participação societária equivalente ao valor de sua imagem. Por exemplo, a compra, por uma grande empresa de mídia, de participação acionária em *startups*, em que o pagamento é realizado através de créditos em mídia e outros recursos de *marketing*¹⁵⁵.

Segundo o Grupo Grai, citado por Vitor Silveira em sua tese de doutorado, o modelo de investimento *Media For Equity* surgiu no final dos anos 90 com o objetivo de auxiliar no crescimento de *startups* por meio do oferecimento do alcance dos veículos de mídia tradicionais em troca de participações acionárias nos empreendimentos¹⁵⁶.

154 KROHN, Tobias. **Media for Equity**. Medienwirtschaft. Hamburg, 2015. p. 48.

155 **AIR for shares**. The Economist, London, 7 Apr. 2012. Disponível em: <https://www.economist.com/business/2012/04/07/air-for-shares>. Acesso em: 18/08/2025.

156 SILVEIRA, Vitor da Cunha. **Media for Equity: uma proposta de definição teórica e de contribuições à prática gerencial a partir de experiências de startups brasileiras**. Tese (Doutorado em Administração de Empresas) - Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2023. p. 18.

Contudo, a pioneira a implementar esse processo de maneira organizada e sistemática foi a empresa sueca Aggregate Media, que começou suas atividades em 2002 e continua em operação até os dias atuais, tendo realizado mais de 250 transações nesse período¹⁵⁷. Nesse período do surgimento da *Media For Equity*, apenas os veículos de mídia tradicionais, como televisão e rádio, possuíam condições de oferecer às empresas serviços publicitários que atendessem à demanda exigida.

Já durante a primeira década do século XXI, o modelo de *Media for Equity* ganhou destaque em diversos países europeus, especialmente na Alemanha. Após a crise econômica de 2008, as operações de *Media for Equity* se espalharam por toda a Europa, adotando várias formas de estruturação¹⁵⁸. Por outro lado, a expansão e o crescimento do modelo *Media for Equity* não se verificaram nos Estados Unidos, onde ainda não se estabeleceu adequadamente. Não há uma explicação clara para esse fenômeno, mas as possíveis razões incluem a fragmentação do mercado de mídia e anunciantes americano, a grande oferta de capital de risco para *startups* e uma suposta má reputação das transações nesse formato¹⁵⁹.

No Brasil, a *Media for Equity* foi realmente aplicada em 2017 por meio de investimentos realizados pelo Grupo Globo, no personagem da Globo Ventures, que foi o responsável por iniciar o mercado de

157 AGGREGATE MEDIA. **About us**. Stockholm, 2021. Disponível em: <http://aggregatemedias.com/about/?lang=en>. Acesso em: 18/08/2025.

158 WATTE, Bruno Henrique. **Media for equity: o corporate venture capital baseado em recursos não financeiros de marketing**. Tese (Doutorado em Engenharia e Gestão do Conhecimento) – Universidade Federal de Santa Catarina, Centro Tecnológico, Programa de Pós-Graduação em Engenharia e Gestão do Conhecimento, Florianópolis, 2022. Orientador: Eduardo Moreira da Costa. Coorientador: Marcio Vieira de Souza. p. 39.

159 Ver **AIR for shares**. The Economist, London, 7 Apr. 2012. Disponível em: <https://www.economist.com/business/2012/04/07/air-for-shares>. Acesso em: 18/08/2025; HALFORD, Mary Ann. **International insights: Is “media for equity” the new broadcast diversification strategy?**. In: TVREV. [S. l.], 18.Apr. 2019. Disponível em: <https://www.tvrev.com/news/international-insights-is-media-for-equity-the-new-broadcastdiversification-strategy> Acesso em: 18/08/2025; **THE RISE of media for equity as an alternative investment model**. [S. l.]: Grai Group, 2021. Disponível em: <https://www.graigroup.com/media-for-equity>. Acesso em: 18/08/2025.

Media for Equity e distribuir metodologias eficientes de administração de publicidade e participação societária¹⁶⁰. Contudo, aqui, ainda há uma grande dificuldade em acessar dados, limitando a compreensão detalhada do cenário de *Media for Equity*¹⁶¹, uma vez que as informações disponíveis provêm principalmente de sites especializados ou dos próprios meios de comunicação.

Contudo, a popularização do acesso às redes sociais e a ascendência de personalidades influenciadoras digitais estreitaram o contato entre o público consumidor e o influenciador. Conforme já demonstrado, a exposição e o nível de engajamento com o público dessas personalidades são aproveitados pelas empresas que desejam associar a própria imagem a imagem de influenciadores a fim de aumentar a familiaridade e a confiança dos consumidores sobre os seus produtos.

Além disso, os influenciadores digitais, à medida que ganham mais relevância nas redes sociais¹⁶², desenvolvem condições financeiras para se tornarem capazes de não apenas agir como ferramenta de publicidade para empresas, mas também de integrar o mercado como agentes participativos, realizando investimentos e movimentando a economia empresarial. É nesse cenário que o modelo de investimento *Media for Equity* se torna mais atrativo para empresas e possíveis investidores.

Apesar de ter sido constituída fundamentalmente na confiabilidade e eficácia das empresas de mídias consolidadas no

160 SILVEIRA, Vitor da Cunha. **Media for Equity: uma proposta de definição teórica e de contribuições à prática gerencial a partir de experiências de startups brasileiras.** *Op. Cit.*, p. 21.

161 ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE VENTURE CAPITAL E PRIVATE EQUITY (ABVCAP). **Comitê de Corporate Venture Capital: proposta de trabalho.** São Paulo: ABVCAP, 2020. Disponível em: <https://www.abvcap.com.br/Download/Estudos/4730.pdf>. Acesso em: 18/08/2025.

162 Segundo dados levantados pela ANBIMA em 2024, há no Brasil 571 influenciadores digitais financeiros, que juntos respondem por 1.344 perfis no Facebook, no Instagram, no Twitter e no YouTube e são responsáveis por 335,2 mil publicações no período, alcançando um número de 225.3 milhões seguidores. (ANBIMA. Relatório Finfluence - quem fala de investimentos nas redes sociais, 7ª edição. São Paulo: ANBIMA, 2024, p. 7).

mercado a partir da exploração das mídias tradicionais, o modelo de *Media For Equity* apresenta justificativa econômica e jurídica para ser aplicada, principalmente, nas relações entre influenciadores digitais e *startups*.

3. JUSTIFICATIVAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS PARA A ESCOLHA DO MEDIA FOR EQUITY

Como ressaltado no item anterior, o modelo de investimento em *Media for Equity*, normalmente está atrelado aos investimentos em *Venture Capital*, e em síntese, a empresa cessionária emite quotas ou ações equivalentes ao investimento realizado pelo cedente, o qual está diretamente vinculado à avaliação pecuniária do direito de uso da sua imagem para os fins objetivados pela empresa, e o cedente recebe tal participação societária para ser beneficiado em dividendos da empresa.

É importante ressaltar que o investimento em *Venture Capital* envolve um modelo de injeção de capital voltado para empresas em estágios iniciais de desenvolvimento, mas que já superaram a fase embrionária, apresentando um perfil inovador e grande potencial de crescimento. Em essência, esse modelo implica que um investidor está disposto a aportar capital em troca de uma participação acionária, com a expectativa de obter um retorno financeiro quando deixar a empresa, resultante da valorização das ações adquiridas¹⁶³.

O conceito de *Media for Equity* se alinha a esse cenário, pois o apoio à *startup* por meio de estratégias de marketing pode aumentar o valor da empresa, gerando, assim, benefícios para o influenciador midiático na forma de participação acionária. O objetivo desse modelo é justamente aumentar o engajamento do público em relação à *startup* em troca de ações, com a expectativa de que a empresa se

163 WATTE, Bruno Henrique. **Media for equity: o corporate venture capital baseado em recursos não financeiros de marketing**. *Op. Cit.* p. 44.

valorize devido à visibilidade proporcionada pelo *Media for Equity* implementado¹⁶⁴.

A estrutura jurídica e contratual para a implementação do modelo *Media for Equity* geralmente envolve a entrada de uma pessoa ou marca chave como sócio da *startup*, ou a celebração de um instrumento de opção de compra de ações ou quotas, que permitirá uma futura adesão ao quadro de sócios. Em ambas as situações, é fundamental que as funções e atribuições deste novo ou potencial sócio estejam bem definidas, uma vez que seu papel principal será promover a empresa nas mídias. Essa promoção pode estar vinculada a metas e métricas de crescimento, o que ajuda a alinhar os interesses de todas as partes envolvidas¹⁶⁵.

Nesse sentido, um dos principais atrativos do *Media for Equity*, especialmente para *startups*, é que se trata de um recurso não financeiro que reduz os custos de *marketing* e amplia o acesso ao mercado. Além disso, essa abordagem contribui para a construção de credibilidade e legitimidade da empresa, solidificando sua marca. O modelo permite que as *startups* obtenham maior visibilidade através de recursos de mídia, eliminando a necessidade de um investimento financeiro direto, o que caracteriza essa estratégia como uma forma de investimento com um retorno inicial bastante eficiente.

Com isso, o modelo se mostra particularmente adequado para empresas que operam no modelo *business-to-consumer* (B2C), pois utiliza uma estratégia de marketing clara para identificar os melhores canais para atrair novos clientes, aproveitando a internet como um motor impulsionador. No entanto, esse modelo também pode ser adotado por empresas que atuam no segmento *business-to-business* (B2B), embora com objetivos diferentes, como a construção de reputação e fortalecimento da marca no mercado¹⁶⁶.

164 BARBOZA, Carolina. **O ‘media for equity’ como meio de investimento em startups.** In: Jota, São Paulo, 18 dez. 2021. Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/regulacao-e-novas-tecnologias/media-for-equity-investimento-startups>. Acesso em: 18/08/2025.

165 *Ibidem*.

166 *Ibidem*.

Ainda, considerando que a figura chave do *Media for Equity*, seja uma pessoa ou uma marca, que trará sua expertise e atuará de maneira focada na alavancagem da *startup*, é provável que essa figura opte por se integrar a uma estrutura de governança mais complexa. Isso pode incluir a exigência de um assento no conselho de administração ou em outro órgão de decisão, permitindo uma participação ativa nos rumos e decisões estratégicas da empresa¹⁶⁷. Essa inclusão não apenas fortalece a governança, mas também assegura que os interesses do novo sócio estejam alinhados com os objetivos da *startup*.

Com a implementação do *Media for Equity*, as empresas em crescimento têm a oportunidade de ampliar sua base de clientes e aumentar sua visibilidade no mercado sem a necessidade de um investimento de capital. Esse modelo não apenas aproveita o conhecimento técnico em *marketing*, mas também confere à empresa atributos importantes como confiança, legitimidade e reputação. Além disso, a negociação vantajosa de espaços publicitários pode resultar em um aumento da receita, tudo isso sem requerer desembolso de caixa.

Com relação à eficiência econômica deste método de investimento, as empresas, ao associar a própria imagem à de um influenciador digital, aproveitam da reputação desse indivíduo para ampliar o alcance das próprias campanhas publicitárias e impulsionar o engajamento dos possíveis consumidores por meio da afinidade e confiança já firmada com o influenciador associado. De igual modo, os influenciadores se beneficiam a partir de retribuição econômica e desenvolvimento de experiência publicitária para participação em novos negócios.

167 Como foi o caso da influenciadora Anitta, que ingressou na sociedade da *fintech* Nubank através do modelo *Media for Equity*, passando a ser membra do Conselho de Administração da empresa e, hoje, exerce o posto de embaixadora global da marca (REUTERS. **Anitta deixa conselho do Nubank e assume posto de embaixadora global da marca.** CNN Brasil, São Paulo, 09 ago. 2022. Fonte: <https://www.cnnbrasil.com.br/economia/negocios/anitta-deixa-conselho-do-nubank-e-assume-posto-de-embaixadora-global-da-marca/>. Acesso em: 19/08/2025).

A exemplo da ocorrência de casos de *Media for Equity* com cessão do direito de uso de imagem no Brasil, cita-se a parceria entre a cantora e influenciadora digital, Anitta, e a fintech Nubank, por meio da cessão dos direitos de imagem no formato de *Media for Equity*¹⁶⁸. Também é possível citar o caso do investimento realizado pelo ator João Guilherme na marca nacional de roupas Filadelfio, oportunidade na qual foi aplicado o modelo de *Media for Equity* para que o ator recebesse participação societária da empresa em troca da associação a sua imagem¹⁶⁹.

Outro caso interessante de *Media for Equity* no cenário brasileiro - apesar de não envolver o uso de direito de imagem, mas sim a cessão de contatos comerciais -, foi a parceria entre a empresa Tim e a empresa Kroton, na fundação do aplicativo “Ampli”¹⁷⁰. Pelo acordo estabelecido, em troca de contatos comerciais com sua base de clientes, a TIM poderá ficar com até 30% da Ampli dependendo do número de matrículas que ela originar. Desta forma, a cada matrícula que atrair, a TIM ganharia um crédito em *equity*, além de uma comissão¹⁷¹.

De modo objetivo, identifica-se que a *Media for Equity* por meio da cessão dos direitos sobre o uso da imagem é um modelo de investimento no qual tanto a investida como os investidores podem se beneficiar, do ponto de vista econômico, e é juridicamente viável, conforme a interpretação dos dispositivos legais.

168 BARBOZA, Carolina. **O ‘media for equity’ como meio de investimento em startups**. In: Jota, São Paulo, 18 dez. 2021. Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/regulacao-e-novas-tecnologias/media-for-equity-investimento-startups>. Acesso em: 18/08/2025.

169 SIMONETTI, Giovanna. **Vocação fashion leva João Guilherme a dar largada na carreira de empresário**. Forbes, 13 jun. 2023. Disponível em: <https://forbes.com.br/forbeslife/2023/06/vocacao-fashion-leva-joao-guilherme-a-dar-largada-na-carreira-de-empresario/>. Acesso em: 18/08/2025.

170 KOIKE, Beth. **Kroton e TIM firmam parceria na startup de educação Ampli**. In: VALOR Econômico, São Paulo, 7 jul. 2021. Disponível em: <https://valor.globo.com/empresas/noticia/2021/07/07/kroton-e-tim-firmam-parceria-nastartup-de-educacao-ampli.ghtml>. Acesso em: 18/08/2025.

171 ARBEX, Pedro. **TIM e Kroton criam negócio para vender cursos mobile**. In: Brazil Journal, São Paulo, 7 Jul. 2021. Disponível em: <https://braziljournal.com/tim-e-kroton-criam-negocio-para-vender-cursos-mobile/>. Acesso em: 18/08/2025.

Já esclarecemos que o ordenamento jurídico brasileiro permite a integralização de capital social de empresas por meio da cessão do direito de uso da imagem. Tanto o CC/02 como a Lei das S.A. definem que o capital social pode ser formado por qualquer espécie de bens suscetíveis de avaliação pecuniária. Nesse quesito, reafirma-se que a autorização referente ao uso dos direitos de imagem de um indivíduo, uma vez que pode ser onerosa e, portanto, avaliada em dinheiro, é capaz de integrar o capital social de uma empresa.

Ademais, embora o ordenamento jurídico brasileiro não permita que as empresas realizem integralização de capital social por meio do oferecimento de prestação de serviços, as ações publicitárias realizadas pelos cedentes da autorização para o uso dos direitos da própria imagem não são configuradas como prestação de serviços, tendo em vista que correspondem a obrigações acessórias da cessão da referida autorização, necessariamente vinculadas ao direito de imagem do indivíduo.

Nesse sentido, porém, o modelo de *Media for Equity* pode apresentar riscos societários, principalmente, para os credores e outros sócios. Por exemplo, a *Media for Equity* pode ser vista de forma negativa pelo credor da sociedade, uma vez que a volatilidade do valor dos direitos sobre o uso da imagem prejudica a previsibilidade do cálculo do valor de investimento da sociedade, determinante para a obtenção de retornos financeiros a fim de adimplir o crédito contraído.

Todavia, considerando que os sócios sempre responderão pelo valor das ações subscritas, independentemente da depreciação ou valorização dos direitos sobre a imagem do sócio que realizou *Media for Equity*, o valor nominal das quotas ou ações que serão respondidas pelo sócio continuará o mesmo. Assim, a eventual execução da sociedade ainda garantirá os direitos de adimplemento do credor.

Além disso, com relação à sociedade, nota-se que o investimento nas campanhas publicitárias do influenciador pode ser negativo, mas também pode ser extremamente benéfico à medida que ocorre uma valorização na imagem do sócio que realizou *Media for Equity*.

Essa oscilação do valor deve ser considerada durante a emissão das quotas ou ações para assegurar maior previsibilidade do negócio. De igual modo, o influenciador que realizar *Media for Equity* pode receber ganhos em dividendos superiores ao valor investido por meio da cessão dos direitos sobre a sua imagem, mas também pode ser prejudicado no caso de a sociedade ser prejudicada por ações externas.

Outrossim, do ponto de vista societário, a participação em *equity* pode trazer implicações significativas para a governança da empresa beneficiária. A contrapartida em *equity* não se limita apenas a uma relação financeira, mas pode permitir que a figura investidora – que cessa seus direitos de imagem – tenha voz ativa em decisões estratégicas. Isso inclui a eleição de diretores e conselheiros, aprovação de orçamentos e planos de negócios, entre outros. Portanto, é vital que as partes envolvidas reconheçam a importância dessa participação e os direitos associados a ela, assegurando que a governança da empresa se mantenha robusta e democrática.

Ademais, ao elaborar os documentos da operação, as partes devem ter em mente a necessidade de preservar a flexibilidade na tomada de decisões. O engessamento do poder de decisão pode ser prejudicial, especialmente se a participação adquirida pela figura investidora interferir de maneira negativa na estrutura organizacional da empresa beneficiária. Por isso, um cuidado especial deve ser tomado na redação dos contratos e na definição das cláusulas que regem a participação acionária, assegurando que a governança permaneça ágil e adaptável às mudanças de mercado, não permitindo que o *Media for Equity* seja um empecilho às atividades administrativas da empresa.

No aspecto contratual, ainda, esse modelo envolve a celebração de acordos complexos que precisam ser meticulosamente elaborados para regular a participação acionária da figura investidora. Nesse sentido, como já ressaltado, o contrato deve ser claro em relação às obrigações e responsabilidades de cada parte envolvida, além de definir aspectos cruciais, como a forma de aquisição da participação e quaisquer limitações ou restrições que possam existir no exercício

desse direito, garantindo a transparência e a segurança jurídica necessária para ambas as partes¹⁷².

Outro ponto relevante a ser considerado na implementação do modelo de *Media for Equity* é a forma como será calculada a performance da figura cessante dos direitos de imagem e o percentual de participação a ser concedido. A definição de metas e principais métricas que serão utilizadas para essa avaliação é fundamental, pois impactará diretamente no retorno do investimento. Além disso, o prazo de conversão deve ser cuidadosamente estipulado, levando em conta o efeito do mercado e a entrega do artista, para que a relação entre a performance e o percentual estipulado seja equilibrada e justa. Essa estrutura de avaliação deve ser adaptável, permitindo ajustes conforme a dinâmica do mercado e as necessidades da empresa beneficiária.

Em suma, a estrutura de *Media for Equity* é uma alternativa promissora para empresas que desejam unir forças em um ambiente de negócios competitivo. Contudo, é imprescindível que tanto a parte investidora quanto a parte beneficiária compreendam plenamente os aspectos contratuais e societários envolvidos. A elaboração cuidadosa dos acordos, o alinhamento de expectativas e a definição clara de métricas e responsabilidades são essenciais para o sucesso dessa parceria. Com uma abordagem estratégica, as empresas podem maximizar os benefícios desse modelo e garantir um relacionamento frutífero e sustentável ao longo do tempo.

4. CONCLUSÃO

Conforme apresentado inicialmente, a maior acessibilidade à internet permitiu que qualquer indivíduo sem acesso aos grandes meios tradicionais de mídia, como televisão e rádio, seja capaz de se

172 BARBOZA, Carolina. **O 'envolver' na onda 3.0 do media for equity**. In: Jota, São Paulo, 15 abr. 2023. Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/regulacao-e-novas-tecnologias/o-envolver-na-onda-3-0-do-media-for-equity>. Acesso em: 18/08/2025.

expor para um grande número de pessoas e provocar altos níveis de engajamento entre as suas atividades e o público alcançado.

Nesse sentido, esses indivíduos passam a compor o mercado como importantes agentes de aproximação entre o consumidor e as empresas, utilizando os direitos sobre o uso da própria imagem como objeto de exploração comercial. As empresas, por sua vez, identificam nos influenciadores digitais um grupo de indivíduos capazes de converter o investimento aplicado em campanhas publicitárias em retorno financeiro de forma mais eficiente, dado o alto nível de engajamento do seu público.

É com esse intuito que as empresas aproveitam da reputação dos influenciadores digitais para associar a própria imagem à dos influenciadores. Porém, para possibilitar tal exploração pelas empresas, é necessário que os influenciadores as autorizem a utilizar sua imagem em troca de retribuição financeira.

Conforme analisado neste trabalho, esse processo de alienação onerosa da autorização do uso da própria imagem corresponde a uma obrigação de dar que abrange, também, as obrigações acessórias derivadas do direito da personalidade, como a gravação de vídeos e a realização de publicações em nome da empresa que receber tal autorização. Essa alienação, por representar um investimento considerável em campanhas publicitárias, pode ser tornar extremamente onerosa para startups que ainda estão no estágio inicial de desenvolvimento e necessitam alcançar rapidamente o público consumidor.

É nesse contexto que a *Media for Equity* surge como alternativa aos métodos tradicionais de investimentos societários e publicitários. As empresas são beneficiadas com a vinculação a influenciadores com alto índice de conversão de engajamento em retorno de investimento e os influenciadores recebem participação societária, sendo retribuídos financeiramente na forma de dividendos das empresas.

O modelo de *Media for Equity*, contudo, pode acarretar riscos para credores e sócios, devido à volatilidade dos direitos de uso da imagem, que pode dificultar a previsibilidade dos investimentos e,

consequentemente, o retorno financeiro necessário para o pagamento de dívidas. No entanto, os sócios são responsáveis pelo valor das ações subscritas, independentemente das flutuações na valorização da imagem, o que garante, em tese, os direitos dos credores.

Embora o investimento em campanhas publicitárias possa ser arriscado, também pode resultar em grandes benefícios se a imagem do influenciador se valorizar. Portanto, é crucial considerar essa oscilação ao emitir quotas ou ações, uma vez que os influenciadores podem obter dividendos superiores ao seu investimento, mas também estão suscetíveis a perdas caso a sociedade enfrente problemas externos.

Em resumo, apesar de iniciante no Brasil, a modalidade de investimento *Media for Equity* pela cessão do direito de uso da imagem pode ser bem aproveitada se for bem planejada pelas *startups* e influenciadores. Há questões frágeis nas relações societárias nas sociedades que aderem ao modelo *Media for Equity* e que carecem de apreciação do judiciário em virtude de estar ainda em estágio inicial de desenvolvimento, as quais devem ser pressupostas por analogias diretas. Contudo, à medida que mais investimentos com base no modelo de *Media for Equity* forem aplicados, melhor será constituída a análise de casos e a doutrina e a jurisprudência poderão investigar melhor este método de integralização do capital social.

BIBLIOGRAFIA:

AGGREGATE MEDIA. **About us**. Stockholm, 2021. Disponível em: <http://aggregatemedias.com/about/?lang=en>. Acesso em: 18 ago. 2025.

AIR for shares. **The Economist**, London, 7 abr. 2012. Disponível em: <https://www.economist.com/business/2012/04/07/air-for-shares>. Acesso em: 18 ago. 2025.

ANBIMA. **Relatório Finfluence – quem fala de investimentos nas redes sociais**. 7. ed. São Paulo: ANBIMA, 2024.

ARBEX, Pedro. **TIM e Kroton criam negócio para vender cursos mobile**. **Brazil Journal**, São Paulo, 7 jul. 2021. Disponível em: <https://braziljournal.com/tim-e-kroton-criam-negocio-para-vender-cursos-mobile/>. Acesso em: 18 ago. 2025.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE VENTURE CAPITAL E PRIVATE EQUITY (ABVCAP). **Comitê de Corporate Venture Capital: proposta de trabalho**. São Paulo: ABVCAP, 2020. Disponível em: <https://www.abvcap.com.br/Download/Estudos/4730.pdf>. Acesso em: 18 ago. 2025.

BARBOZA, Carolina. **O “envolver” na onda 3.0 do media for equity**. Jota, 15 abr. 2023. Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/regulacao-e-novas-tecnologias/o-envolver-na-onda-3-0-do-media-for-equity>. Acesso em: 18 ago. 2025.

BARBOZA, Carolina. **O “media for equity” como meio de investimento em startups**. Jota, São Paulo, 18 dez. 2021. Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/regulacao-e-novas-tecnologias/media-for-equity-investimento-startups>. Acesso em: 18 ago. 2025.

COMPARATO, Fábio Konder. **Estado, empresa e função social**. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 732, 1996.

COPOLA, Marina Palma. **Direito societário contemporâneo II: o capital social como instrumento de proteção dos credores na Lei 6.404/1976**. São Paulo: Malheiros Editores, 2015.

FINRA FOUNDATION; CFA INSTITUTE. **Gen Z and Investing: Social Media, Crypto, FOMO, and Family**. Maio 2023. Disponível em: <https://finrafoundation.org/sites/finrafoundation/files/Gen-Z-and-Investing.pdf>. Acesso em: 18 ago. 2025.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. **Regime jurídico do capital autorizado: noção e função econômica e jurídica do capital social nas sociedades comerciais**. Guarulhos: Saraiva, 1984.

HALFORD, Mary Ann. **International insights: Is “media for equity” the new broadcast diversification strategy?**. TVREV, [S. l.], 18 abr. 2019. Disponível em: <https://www.tvrev.com/news/international-insights-is-media-for-equity-the-new-broadcastdiversification-strategy>. Acesso em: 18 ago. 2025.

IAB. **Digital Ad Spend Brazil 2022**. São Paulo, 2022. Disponível em: <https://iabbrasil.com.br/wp-content/uploads/2023/04/Digital-AdSpend-2022-1.pdf>. Acesso em: 18 ago. 2025.

INSTITUTO QUALIBEST; SPARK, a Fluvip Company. **O post é pago, e aí?** São Paulo, 2019.

KOIKE, Beth. **Kroton e TIM firmam parceria na startup de educação Ampli. Valor Econômico**, São Paulo, 7 jul. 2021. Disponível em: <https://valor.globo.com/empresas/noticia/2021/07/07/kroton-e-tim-firmam-parceria-nastartup-de-educacao-ampli.ghhtml>. Acesso em: 18 ago. 2025.

KROHN, Tobias. **Media for Equity. Medienwirtschaft**. Hamburg, 2015.

LAMY, Alfredo Filho; BULHÕES, José Luiz Pedreira. **A lei das S.A.** 2. ed. v. 1. Rio de Janeiro: Renovar, 1997.

MFG. The State of Global Media for Growth Funding: the most comprehensive analysis of the media for growth ecosystem. 2022.

REUTERS. **Anitta deixa conselho do Nubank e assume posto de embaixadora global da marca.** CNN Brasil, São Paulo, 9 ago. 2022. Disponível em: <https://www.cnnbrasil.com.br/economia/negocios/anitta-deixa-conselho-do-nubank-e-assume-posto-de-embaixadora-global-da-marca/>. Acesso em: 19 ago. 2025.

SALAMA, Bruno Meyerhof. **O fim da responsabilidade limitada no Brasil: história, direito e economia.** São Paulo: Malheiros Editores e Fundação Getúlio Vargas, 2014.

SILVEIRA, Vitor da Cunha. **Media for Equity: uma proposta de definição teórica e de contribuições à prática gerencial a partir de experiências de startups brasileiras.** 2023. Tese (Doutorado em Administração de Empresas) – Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo.

SIMONETTI, Giovanna. **Vocação fashion leva João Guilherme a dar largada na carreira de empresário.** Forbes, 13 jun. 2023. Disponível em: <https://forbes.com.br/forbeslife/2023/06/vocacao-fashion-leva-joao-guilherme-a-dar-largada-na-carreira-de-empresario/>. Acesso em: 18 ago. 2025.

THE RISE of media for equity as an alternative investment model. [S. l.]: Grai Group, 2021. Disponível em: <https://www.graigroup.com/media-for-equity>. Acesso em: 18 ago. 2025.

WATTE, Bruno Henrique. **Media for equity: o corporate venture capital baseado em recursos não financeiros de marketing.** Tese (Doutorado em Engenharia e Gestão do Conhecimento) – Universidade Federal de Santa Catarina, Centro Tecnológico, Programa de Pós-Graduação em Engenharia e Gestão do Conhecimento, Florianópolis, 2022

INSTITUIÇÕES, INCERTEZA E INSOLVÊNCIA: UMA ANÁLISE ECONÔMICA DA EFICIÊNCIA DA RECUPERAÇÃO JUDICIAL NO BRASIL

INSTITUTIONS, UNCERTAINTY, AND INSOLVENCY: AN ECONOMIC ANALYSIS OF THE EFFICIENCY OF JUDICIAL REORGANIZATION IN BRAZIL

*Augusto Jorge Siqueira Elias (Instituto Brasileiro de Desenvolvimento,
Ensino e Pesquisa)¹⁷³*

Resumo: A ineficiência das instituições jurídicas no sistema de insolvência brasileiro atua como um vetor de incerteza knightiana, desestruturando os microfundamentos do mercado de crédito. Sob a ótica da Nova Economia Institucional e fundamentado na Crítica de Lucas, este estudo analisa como a volatilidade jurisdicional na Recuperação Judicial (Lei 11.101/2005) altera as expectativas racionais dos agentes e transmuta o risco calculável em incerteza sistêmica. A pesquisa demonstra que a fragilização dos direitos de propriedade eleva os custos de transação e fomenta a zumbificação da economia pela manutenção de agentes ineficientes. A análise de dados do Banco Central revela que a insegurança jurídica opera como um imposto implícito sobre o *spread* bancário, restringindo a oferta de liquidez. A estrita observância à dogmática falimentar constitui, portanto, o mecanismo primordial para a redução do custo do capital e a preservação da empresa viável.

Palavras-chave: Recuperação Judicial. Nova Economia Institucional. Incerteza Knightiana. *Spread* Bancário. Crítica de Lucas.

Abstract: Legal institutional inefficiency within the Brazilian insolvency system acts as a vector of Knightian uncertainty, disrupting the microfoundations of the credit market. Grounded in New

¹⁷³ Mestre em Direito, Justiça e Desenvolvimento pelo IDP. Assessor Especial do 3º Tabelião de Notas de São Paulo. Advogado licenciado.

Institutional Economics and the Lucas Critique, this study analyzes how jurisdictional volatility in Judicial Reorganization (Law 11.101/2005) alters agents' rational expectations and transmutes calculable risk into systemic uncertainty. The research demonstrates that the erosion of property rights increases transaction costs and fosters economic zombification through the survival of inefficient agents. Analysis of Central Bank data reveals that legal insecurity operates as an implicit tax on credit spreads, restricting liquidity supply. Strict adherence to bankruptcy dogma thus constitutes the primary mechanism for reducing the cost of capital and preserving viable firms.

Keywords: Judicial Reorganization. New Institutional Economics. Knightian Uncertainty. Credit Spread. Lucas Critique.

Sumário: Introdução; 1. Instituições e Ambiente de Negócios na Nova Economia Institucional; 1.1 O conceito de instituição e a redução de custos de transação; 1.2 O sistema de insolvência como instituição econômica inclusiva; 2. Risco, Incerteza e Atividade Jurisdicional; 2.1 A distinção econômica entre risco de crédito e incerteza jurídica; 2.2 Ativismo judicial e instabilidade decisória como fontes de incerteza; 3. Consequências Econômicas da Insegurança Jurídica; 3.1 Impacto no *spread* bancário e na oferta de crédito; 3.2 A Atrofia do Mercado de Capitais e a Dependência do Crédito Bancário; 4. Previsibilidade e Rigor Dogmático na Lei 11.101/2005; 4.1 A função econômica do *enforcement* das garantias; 4.2 Segurança jurídica como vetor de fomento ao *turnaround*; Considerações Finais; Bibliografia.

INTRODUÇÃO

O sistema de insolvência brasileiro é marcado por uma assimetria evidente entre a sofisticação normativa e a eficiência econômica concreta. As reformas promovidas pelas Leis nº 11.101/2005 e nº

14.112/2020 buscaram alinhar o país às diretrizes da UNCITRAL¹⁷⁴ e do Banco Mundial, introduzindo institutos modernos como o *fresh start* e o *DIP financing*. Contudo, a atualização legislativa mostrou-se insuficiente para mitigar o *spread* bancário ou para elevar as taxas de recuperação de crédito aos patamares da OCDE¹⁷⁵. A persistência desses indicadores negativos, mesmo sob um arcabouço legal modernizado, sugere que a origem do problema transcende a dogmática jurídica tradicional.

A hipótese central deste estudo identifica a fragilidade das instituições responsáveis pelo *enforcement* da norma como o um dos principais vetores de eficiência alocativa do sistema de insolvência. A ingerência judicial em elementos centrais do plano de recuperação desconsidera o processo como um mecanismo de coordenação coletiva, fragmentando os incentivos econômicos que deveriam nortear a maximização do valor dos ativos. A relativização de garantias reais e alteração de direitos de credores sob o pretexto de preservar a atividade econômica acaba por converter o risco do negócio, um elemento natural e precificável, em incerteza institucional imponderável.

Essa distinção analítica, derivada da obra de Frank Knight, fundamenta a abordagem aqui proposta. Enquanto o risco permite o cálculo atuarial e a formação racional de preços pelo mercado

174 Refere-se, especificamente, às recomendações sobre a reabilitação de empresas viáveis e a liquidação eficiente de inviáveis, com foco no “fresh start”. Vide: UNITED NATIONS COMMISSION ON INTERNATIONAL TRADE LAW (Org.), **UNCITRAL Legislative Guide on Insolvency Law - Parts One and Two**, New York: United Nations, 2005, p. 10-14.

175 Conforme dados do Banco Mundial e do BNDES, o *spread* bancário brasileiro supera em mais de dez vezes a média dos países da OCDE. A taxa de recuperação de crédito no Brasil permanece estagnada em patamares inferiores a 20%, contrastando com a média superior a 70% nas economias de alta renda. Vide: COSTA DA SILVA, Napoleão Luiz; PONTUAL, Eduardo; BRITO, Ricardo Dias, Mercado de Crédito: Propostas para Reduzir Custo e Ampliar o Acesso de Financiamento às Empresas Brasileiras, in: SILVA FILHO, Edison Benedito Da; OLIVEIRA, João Maria De; ARAÚJO, Bruno Cesar Pino Oliveira De (Orgs.), **Eficiência produtiva : análise e proposições para aumentar a produtividade no Brasil**, Brasília: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea), 2022; Vide, Também: WORLD BANK, **Doing Business 2020: Comparing Business Regulation in 190 Economies**, Washington, DC: World Bank, 2020.

financeiro, a incerteza gerada pelo ativismo judicial impõe custos de transação proibitivos. A resposta do mercado a essa imprevisibilidade é a restrição da oferta de capital e a exigência de prêmios de risco elevados, o que sufoca o investimento produtivo e perpetua a estagnação. A premissa consequencialista de Mariana Pargendler e Bruno Salama, segundo a qual os precedentes judiciais alteram os custos relativos de condutas e as probabilidades de ação dos agentes econômicos, serve de base para a tese aqui defendida¹⁷⁶.

Demonstra-se, portanto, que a estabilidade das decisões judiciais e a estrita observância contratual operam como pilares inegociáveis do desenvolvimento econômico. A estabilidade decisória na aplicação da Lei nº 11.101/2005 impõe-se como requisito fundamental para a operabilidade do sistema de insolvência, *conditio sine qua non* para sua atuação efetiva como mecanismo de saneamento do mercado.

Para validar essa hipótese, o estudo articula a redução de custos de transação como métrica de qualidade institucional, distingue a natureza econômica do risco de crédito frente à incerteza jurídica e, por fim, mensura as consequências da insegurança jurisdicional sobre o *spread* e a alocação de recursos, defendendo o *enforcement* rigoroso de garantias como mecanismo primário de fomento ao *turnaround*.

1. INSTITUIÇÕES E AMBIENTE DE NEGÓCIOS NA NOVA ECONOMIA INSTITUCIONAL

A análise da eficiência do sistema de insolvência brasileiro demanda a superação da dogmática jurídica tradicional, frequentemente restrita à exegese da norma posta. Torna-se imperativo investigar as estruturas subjacentes que moldam os incentivos dos agentes econômicos. A Nova Economia Institucional oferece o arcabouço teórico adequado para essa tarefa, ao rejeitar a premissa neoclássica de mercados sem fricção e racionalidade perfeita. No

176 PARGENDLER, Mariana; SALAMA, Bruno Meyerhof, Direito e Consequência no Brasil: em Busca de um Discurso sobre o Método, **Revista de Direito Administrativo**, v. 262, p. 95-144, 2013, p. 97-99.

mundo real, os agentes possuem racionalidade limitada e atuam em ambientes de informação incompleta.

Na realidade operacional do direito, realizar trocas custa caro. Existem custos para medir os atributos dos bens, proteger direitos e garantir o cumprimento dos contratos¹⁷⁷. Aplicando-se a lógica de Mariana Pargendler e Bruno Salama, o direito deixa de ser apenas uma variável exógena para tornar-se um determinante central dos custos de produção¹⁷⁸. A forma como as leis de insolvência são desenhadas e aplicadas define se o capital fluirá para empreendedores inovadores ou se ficará retido em projetos falidos.

A qualidade do ambiente de negócios não decorre apenas de variáveis macroeconômicas, mas fundamentalmente da qualidade das instituições. Elas determinam a matriz de incentivos da sociedade¹⁷⁹. Conforme a tipologia clássica de William Baumol¹⁸⁰, as instituições determinam se o talento empresarial será alocado em atividades produtivas (inovação) ou improdutivas (*rent-seeking* e litígio)¹⁸¹. O sistema de insolvência situa-se no centro dessa engrenagem, operando como infraestrutura fundamental para a alocação de capital e mitigação de riscos.

177 NORTH, Douglass C., **Institutions, Institutional Change and Economic Performance**, 26th pr. Cambridge: Cambridge Univ. Press, 2008, p. 27.

178 PARGENDLER; SALAMA, Direito e Consequência no Brasil, p. 126.

179 A validação empírica dessa premissa no Brasil pode ser encontrada no estudo de Schapiro e Pereira (2019). Ao analisarem mais de mil decisões judiciais sobre o Sistema Financeiro Imobiliário, os autores demonstraram que a mera alteração legislativa (instituição formal), embora tenha elevado a segurança jurídica contratual, não foi suficiente para, isoladamente, transmutar a matriz de incentivos do mercado, que permaneceu dependente das organizações estatais tradicionais. Isso corrobora que a qualidade do ambiente de negócios é uma função da interação dinâmica entre as normas e a capacidade real de enforcement e adaptação dos agentes. Vide: SCHAPIRO, Mario Gomes; PEREIRA, Saylon Alves, Um palacete assobradado: a coexistência entre organizações estatais e instituições de mercado no financiamento habitacional brasileiro, **Revista Direito GV**, v. 15, n. 3, p. 1-36, 2019.

180 BAUMOL, William J, Entrepreneurship: Productive, Unproductive, and Destructive, **Journal of Political Economy**, v. 98, n. 5, p. 893-921, 1990.

181 Sobre a necessidade de Inovação e Segurança, Vide também: COOTER, Robert; SCHÄFER, Hans-Bernd, **Solomon's Knot: How Law can end the Poverty of Nations**, Princeton: Princeton University Press, 2012.

1.1 O CONCEITO DE INSTITUIÇÃO E A REDUÇÃO DE CUSTOS DE TRANSAÇÃO

Em *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Douglass North define instituições como as regras do jogo em uma sociedade, ou, mais formalmente, as restrições humanamente concebidas que estruturam a interação política, econômica e social¹⁸². Sua estrutura compreende restrições formais e informais, abrangendo desde marcos constitucionais e direitos de propriedade até normas de conduta e costumes, cuja eficácia reside na qualidade de seu *enforcement*.

A função econômica primordial das instituições é a redução da incerteza, estabelecendo uma estrutura estável para a interação humana. Em cenários de incerteza, os agentes enfrentam custos de transação elevados para mensurar os atributos da troca e assegurar a execução contratual, de modo que, conforme a tese de Coase, a configuração jurídica das normas passa a determinar diretamente a eficiência na alocação dos recursos¹⁸³.

A abordagem de Williamson expande o escopo normativo de North ao priorizar o “jogo do jogo” (*play of the game*), salientando que a incompletude intrínseca aos contratos torna as relações econômicas suscetíveis ao oportunismo, definido pelo autor como a busca do autointeresse com malícia (*self-interest seeking with guile*)¹⁸⁴. O processo de recuperação judicial deve ser compreendido como um mecanismo de governança destinado a mitigar esse oportunismo *ex post*. Contudo, a eficácia desse arranjo institucional é frequentemente subvertida por decisões judiciais lenientes que, sob o pretexto de uma “preservação da empresa” desvinculada de fundamentos econômicos, ignoram a

182 NORTH, *Institutions*, p. 3.

183 Vide: COASE, Ronald H., The Problem of Social Cost, *The Journal of Law and Economics*, v. 3, p. 1-44, 1960.

184 WILLIAMSON, Oliver E., *The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting*, 1. Free Press paperback edition. London: Macmillan, 1987, p. 47.

força obrigatória dos contratos e a higidez das garantias. Tal postura jurisdicional acaba por viabilizar o comportamento estratégico do devedor, que encontra no Judiciário um respaldo para postergar obrigações e dissipar ativos, elevando a incerteza sistêmica.

Aplicando-se esse arcabouço à insolvência, a Lei nº 11.101/2005 atua como a instituição formal que define as regras de saída do mercado e de repactuação de passivos. A regra escrita, contudo, é insuficiente se isolada da sua aplicação concreta. A previsibilidade do *enforcement* judicial constitui a variável crítica da equação institucional, na medida em que a atuação errática ou excessivamente morosa do Judiciário frustra o objetivo primário de redução de incerteza. O resultado imediato é a elevação dos custos de monitoramento e execução do crédito, ônus invariavelmente repassado ao tomador final via *spread* bancário, restringindo o volume de transações e, por extensão, o crescimento econômico. Como bem adverte Thomas Jackson, a intervenção judicial que ignora as prioridades contratuais em favor de decisões discricionárias destrói a lógica coletiva do sistema de insolvência, transformando o que deveria ser um mecanismo de maximização de valor em um jogo de soma zero ineficiente¹⁸⁵.

1.2 O SISTEMA DE INSOLVÊNCIA COMO INSTITUIÇÃO ECONÔMICA INCLUSIVA

A eficácia das restrições descritas anteriormente depende da natureza das instituições que as sustentam. Acemoglu e Robinson estabelecem a distinção fundamental entre instituições econômicas inclusivas e extrativas. As primeiras asseguram o respeito à propriedade privada, a imparcialidade jurisdicional e a neutralidade competitiva (*level playing field*¹⁸⁶) indispensável à incorporação de

185 Vide: JACKSON, Thomas H., **The Logic and Limits of Bankruptcy Law**, Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1986.

186 ACEMOGLU, Daron; ROBINSON, James, **Por Que as Nações Fracassam**, Rio de Janeiro: Elsevier, 2012, p. 173, 178.

novas tecnologias e à expansão da produtividade¹⁸⁷. Em oposição, as instituições extrativas são desenhadas para extrair renda de um subconjunto da sociedade em benefício de outro¹⁸⁸, bloqueando a inovação e o processo de destruição criativa de Schumpeter¹⁸⁹.

O sistema de insolvência deve ser compreendido como uma instituição econômica inclusiva fundamental. A eficácia do sistema de insolvência reside na realocação eficiente de ativos produtivos e no saneamento do mercado, transcendendo a mera composição do conflito distributivo entre as partes. Um processo de falência ou recuperação judicial eficiente permite que empresas viáveis superem choques de liquidez e que ativos de empresas inviáveis sejam rapidamente reintroduzidos no mercado sob nova direção¹⁹⁰.

A função primária do direito falimentar, sob uma ótica inclusiva, é operar como um mecanismo de triagem técnica. Michelle White sustenta que a teoria econômica sugere que a insolvência deve eliminar apenas as firmas ineficientes, cujos recursos seriam melhor aproveitados em outras atividades¹⁹¹. Quando o sistema cumpre esse papel, reduz as barreiras de saída e, por consequência, diminui o risco percebido pelos novos entrantes, fomentando um ambiente de negócios focado na eficiência alocativa.

Todavia, quando o sistema falimentar é capturado por ineficiências processuais ou por um protecionismo judicial que mantém em operação agentes inviáveis, ele assume características de uma instituição extrativa. O conceito de “zumbificação” descreve a sobrevivência de firmas que continuam a operar apenas porque recebem fluxo de crédito subsidiado dissociado de sua produtividade

187 *Ibid.*, p. 179.

188 *Ibid.*, p. 187.

189 SCHUMPETER, Joseph A., **Capitalism, Socialism and Democracy**, London: Routledge, 2005, p. 83.

190 Nas palavras de Michelle White: “*Economic theory suggests that bankruptcy should serve as a screening process designed to eliminate only those firms that are economically inefficient and whose resources could be better used in some other activity*” WHITE, Michelle J, The Corporate Bankruptcy Decision, **Journal of Economic Perspectives**, v. 3, n. 2, p. 129–151, 1989, p. 129.

191 *Ibid.*

real¹⁹². Conforme a análise de Ayoub e Cavalli, o sistema de insolvência deve distinguir as empresas viáveis (onde o valor da empresa em funcionamento supera o valor de liquidação) das empresas inviáveis, baseadas em modelos de negócio incapazes de gerar valor¹⁹³. Enquanto a recuperação judicial visa sanar crises de viabilidade financeira¹⁹⁴, a manutenção artificial de empresas inviáveis gera custos sociais de conservação superiores aos de sua liquidação; nesses casos, a função do direito concursal é promover a retirada da empresa do mercado mediante uma liquidação rápida para maximizar o valor dos ativos, evitando sua depreciação¹⁹⁵.

A literatura internacional demonstra que a sobrevivência de companhias ineficientes depende de taxas de juros baixas e da prática de *evergreening*, caracterizada por refinanciamentos constantes que apenas postergam a falência inevitável¹⁹⁶. No contexto nacional, essa

192 Os autores destacam que um mecanismo central de estagnação é a falta de reestruturação, que também pode ser causada por procedimentos legais de falência que protegem os devedores. Ao ignorar os sinais de mercado que exigiriam a liquidação ou redução do tamanho da empresa, essa proteção artificial gera um “congestionamento”, reduzindo os lucros e o investimento das empresas saudáveis. Vide: CABALLERO, Ricardo J; HOSHI, Takeo; KASHYAP, Anil K, *Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan*, **American Economic Review**, v. 98, n. 5, p. 1943–1977, 2008, p. 1944–1945, 1972.

193 Os autores citam o exemplo dos fabricantes de chicotes para charretes, a fim de ilustrar que o direito não deve proteger modelos de negócio superados pela inovação tecnológica. AYOUN, Luiz Roberto; CAVALLI, Cássio, **A Construção Jurisprudencial da Recuperação Judicial de Empresas**, 3. ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2017, p. 230.

194 Segundo os Autores, “mais que tratar da viabilidade econômica, importa avaliar a viabilidade financeira, ou seja, a capacidade da empresa de gerar recursos suficientes para cobrir todos os desembolsos necessários”. É essa capacidade de geração de caixa que justifica a manutenção da fonte produtora.” *Ibid.*, p. 227.

195 Sobre a premência da liquidação célere de agentes inviáveis, Eduardo Goulart Pimenta adverte que a passagem do tempo atua como vetor de depreciação dos ativos e de agravação passiva, gerando “efeitos devastadores” sobre a capacidade de pagamento do concurso de credores. Para o autor, a manutenção de empresas economicamente inviáveis e deficitárias é injustificável, devendo o processo falimentar evitar a sucessão infinita de atos processuais que apenas consomem um patrimônio “cada vez mais dilacerado em seu valor. Vide: PIMENTA, Eduardo Goulart, **Direito, Economia E Crise Da Empresa**, 3. ed. Belo Horizonte: Expert Editora, 2024, p. 149, 166–167, 823, 829.

196 Granzotto et al. identificam esse fenômeno como uma falha de monitoramento institucional em que a manutenção de agentes insolventes subverte o processo

patologia é potencializada por um sistema de insolvência que falha na triagem de agentes inviáveis, permitindo que o processo judicial funcione como um anteparo contra a disciplina de mercado¹⁹⁷. A estratégia de manter empresas em operação por meio de crédito subsidiado ou direcionado via bancos públicos apenas ressuscita ineficiências que deveriam ter sido expurgadas pelo saneamento concursal¹⁹⁸. Essa política de *below-market finance* cria distorções severas ao desincentivar a reestruturação real em favor de uma sobrevivência artificial, frequentemente viabilizada por decisões judiciais que suspendem execuções e alienações sem um exame rigoroso da viabilidade econômica subjacente¹⁹⁹.

de alocação de recursos, consolidando uma patologia de sobrevivência artificial. A persistência dessa condição reflete baixa qualidade institucional e a ausência de disciplina de mercado no saneamento econômico. GRANZOTTO, Alberto *et al*, Brazil: The Heart of the 'Zombie' Economy in Emerging Markets, **Brazilian Review of Finance**, v. 23, n. 1, 2025, p. 2, 6, 11.

197 A falha na triagem de agentes inviáveis é explicada pela teoria da discricionariedade judicial de Gennaioli e Rossi, que demonstram como tribunais tendenciosos “são mais propensos a reorganizar todas as empresas, incluindo aquelas com poucas perspectivas”, ignorando a eficiência econômica. Nesse cenário, o processo judicial atua como um anteparo contra a disciplina de mercado ao criar incentivos sistemáticos para manter a empresa funcionando mesmo quando sua liquidação valeria mais. Os autores alertam que, sem proteção adequada aos credores, a competição e a discricionariedade judicial geram uma corrida em direção a usos cada vez mais ineficientes do sistema, perpetuando a operação de firmas que deveriam ser expurgadas do mercado. GENNAIOLI, Nicola; ROSSI, Stefano, Judicial Discretion in Corporate Bankruptcy, **Review of Financial Studies**, v. 23, n. 11, p. 4078–4114, 2010, p. 4080–4083, 4091.

198 Dados empíricos registram no Brasil uma prevalência de empresas zumbis de 16,75%, indicador que supera em aproximadamente 2,3 vezes a média observada em mercados emergentes correlatos. Tal métrica ratifica a existência de vieses institucionais voltados à continuidade de firmas não lucrativas em detrimento de reabilitações efetivas. GRANZOTTO *et al*, Brazil: The Heart of the 'Zombie' Economy in Emerging Markets; Edith Hotchkiss argumenta que a mera tramitação de processos concursais sem viabilidade econômica subjacente constitui falha do sistema em promover a saída de gestores ineficientes e a realocação de ativos, resultando em reestruturações sucessivas e inócuas. HOTCHKISS, Edith Shwalb, Postbankruptcy Performance and Management Turnover, **The Journal of Finance**, v. 50, n. 1, p. 3–21, 1995, p. 3–4.

199 A análise da OCDE corrobora a tese de que o *below-market finance* promove a sobrevivência artificial de agentes ineficientes ao abrandar restrições orçamentárias que, em taxas de mercado, impossibilitariam a viabilidade da firma. Esse mecanismo gera risco moral e enfraquece a disciplina financeira, enfraquecendo os incentivos

Portanto, a avaliação da Lei nº 11.101/2005 deve fundamentar-se em sua funcionalidade teleológica de assegurar que o fracasso empresarial seja tratado como etapa natural do ciclo econômico. A transformação do sistema de insolvência em uma instituição inclusiva exige que o *enforcement* judicial recupere a previsibilidade interpretativa, abandonando o protecionismo em favor de uma segurança jurídica pautada pela completude contratual. É justamente a quebra dessa previsibilidade que transmuta o risco calculável em incerteza knightiana, cujos reflexos sobre o *spread* bancário e a alocação de recursos serão detalhados na seção seguinte.

2. RISCO, INCERTEZA E ATIVIDADE JURISDICIONAL

Em última análise, a eficiência do mercado de crédito depende da capacidade dos agentes econômicos de realizar cálculos intertemporais confiáveis. O ato de conceder crédito a uma empresa em dificuldade ou de financiar um plano de recuperação (*DIP Financing*) é uma operação complexa de troca de liquidez presente por uma promessa de pagamento futuro. Para que essa troca ocorra, o investidor precisa ser capaz de estimar, com grau razoável de precisão, a probabilidade de retorno do capital investido.

Nesse ponto, a teoria econômica oferece uma distinção analítica categórica, frequentemente ignorada pelos operadores do direito, mas que se revela fundamental para a compreensão da crise de crédito e do subdesenvolvimento do mercado de capitais no Brasil: a diferença estrutural entre risco e incerteza. A incapacidade do sistema jurídico

para que os gestores inovem ou melhorem as operações, isto é, desincentivando a reestruturação real necessária. Os dados empíricos demonstram que esse suporte não torna as empresas mais eficientes; ao contrário, existe uma correlação negativa estatisticamente relevante: dobrar o montante de empréstimos subsidiados está associado a uma redução de 5% a 10% na produtividade da firma. Ao permitir que empresas menos produtivas permaneçam em atividade, essa política impede o ajuste de mercado e contribui para o excesso de capacidade estrutural, pressionando preços e prejudicando competidores eficientes. OCDE, **Measuring distortions in international markets: Below-market finance**, Paris: OCDE Publishing, 2021, p. 54–57.

brasileiro em oferecer respostas consistentes transforma o que deveria ser um cálculo de risco em um salto no escuro da incerteza.

2.1 A DISTINÇÃO ECONÔMICA ENTRE RISCO DE CRÉDITO E INCERTEZA JURÍDICA

Frank Knight estabeleceu a diferenciação analítica entre Risco e Incerteza na obra *Risk, Uncertainty and Profit*. Para Knight, o risco refere-se a situações em que a distribuição de resultados possíveis é conhecida ou pode ser estimada estatisticamente. Trata-se de uma quantidade mensurável, passível de cálculo atuarial e, portanto, precificável. O inadimplemento de uma empresa constitui um risco clássico: instituições financeiras utilizam modelos de *credit scoring* e séries históricas para atribuir uma probabilidade de *default* a cada tomador, embutindo no *spread* um prêmio para cobrir a eventualidade da perda. O risco, portanto, é um custo do negócio²⁰⁰, passível de mitigação, seguro ou *hedge*²⁰¹.

A incerteza, por outro lado, aplica-se a situações de singularidade tal que a probabilidade dos resultados é desconhecida ou incalculável. Conforme observa Keynes ao expandir o conceito knightiano, no domínio da incerteza “simplesmente não sabemos”, inexistindo base científica para a formação de probabilidade matemática²⁰². No ambiente institucional, a incerteza emerge quando a fluidez das “regras do jogo” impede que os agentes formem expectativas racionais

200 KNIGHT, Frank H., **Risk, Uncertainty and Profit**, Boston: Houghton Mifflin, 1921, p. 19–20.

201 O termo designa, em finanças, uma estratégia de proteção destinada a reduzir ou eliminar a exposição ao risco de volatilidade de preços de um ativo. Diferente do seguro tradicional, que transfere o risco a terceiros mediante prêmio, o *hedge* envolve, usualmente, a tomada de uma posição oposta em um mercado correlato (como o de derivativos ou futuros) para neutralizar eventuais perdas na posição original, garantindo a previsibilidade do fluxo de caixa. Vide: KEYNES, John Maynard, **A Treatise on Money, Volume II - The Applied Theory of Money**, New York: Harcourt, Brace and Company, 1930, p. 143 e ss.; Vide, também: ASSAF NETO, Alexandre, **Mercado Financeiro**, São Paulo: Editora Atlas Ltda, 2018, p. 445–446.

202 KEYNES, J. M., The General Theory of Employment, **The Quarterly Journal of Economics**, v. 51, n. 2, p. 209, 1937, p. 214.

sobre o comportamento futuro do Estado-Juiz. A crítica central à práxis brasileira reside neste ponto: o sistema jurídico, desenhado para funcionar como redutor de incertezas, passa a operar como fonte geradora de instabilidade.

A atividade empresária opera, por definição, sob o risco de mercado (preferências do consumidor, concorrência, tecnologia etc.), não cabendo ao Direito adicionar uma camada extra de “risco institucional” derivado de decisões imprevisíveis. A eficiência do sistema depende da capacidade do Direito de garantir que a alocação de riscos pactuada nos contratos (*ex-ante*) seja respeitada na eventualidade da crise (*ex-post*). Se, por exemplo, o contrato de crédito prevê uma garantia fiduciária, este instrumento atua como ferramenta de gestão do risco, e sua anulação judicial constitui a introdução da incerteza.

No entanto, observa-se no Brasil o que Luiz Roberto Ayoub e Cássio Cavalli denominam como uma “construção jurisprudencial da recuperação judicial” frequentemente apartada da racionalidade econômica da lei²⁰³. Verifica-se um deslocamento hermenêutico onde a regra jurídica de contornos definidos cede lugar a *standards* judiciais abertos, tanto pelo descompasso estrutural causado pela rigidez e ineficiência do processo legislativo frente à dinâmica do mercado²⁰⁴, quanto pela adoção de preceitos jusfilosóficos, critérios

203 Para os autores, a “construção jurisprudencial” reflete o quanto a jurisprudência construiu e consolidou acerca do direito já posto. Os autores demonstram como o Judiciário, guiado pelo princípio da preservação da empresa, criou soluções para impasses práticos não resolvidos pelo texto original da Lei n. 11.101/2005. Exemplos paradigmáticos incluem: (i) a admissão do litisconsórcio ativo para grupos econômicos, instituto não previsto expressamente na lei, mas admitido jurisprudencialmente para viabilizar a superação conjunta da crise; (ii) a “solução jurisprudencialmente construída” para a dispensa de apresentação de Certidões Negativas de Débito (CND) tributário, superando a exigência do art. 57 da LRF diante da ausência de lei específica de parcelamento à época; e (iii) a flexibilização do stay period, que, embora definido como “improrrogável” pela lei, passou a ser estendido pelos tribunais quando a demora na aprovação do plano não fosse imputável ao devedor. AYOUN; CAVALLI, **A Construção Jurisprudencial da Recuperação Judicial de Empresas**, p. 15, 54–55, 160 e ss.

204 A complexidade dos instrumentos financeiros e contratuais modernos exige um grau de especialização técnica e econômica que o processo político-eleitoral, por sua

de equidade material e concepções de justiça distributiva por parte do julgador e das instituições judiciais²⁰⁵. A ausência de um padrão decisório uniforme corrói a base atuarial indispensável à precificação do crédito, fazendo com que a racionalidade do cálculo de risco seja suplantada pela imprevisibilidade jurisdicional.

A transmutação do risco em incerteza consuma-se, portanto, através da ruptura da neutralidade patrimonial do processo. À luz da *Creditors' Bargain Theory* de Thomas Jackson, a racionalidade econômica do sistema concursal reside estritamente na resolução do problema dos recursos comuns (*common pool problem*²⁰⁶) para a maximização do valor dos ativos, sendo vedada a alteração da substância dos direitos materiais preexistentes (*non-bankruptcy entitlements*) como forma de política distributiva²⁰⁷. A incerteza knightiana instala-se no sistema

natureza generalista e orientada a demandas de curto prazo, raramente seleciona. O resultado frequente é a produção de textos normativos repletos de antinomias, conceitos indeterminados, falhas lógicas ou remissões a leis complementares futuras que jamais são editadas, transferindo compulsoriamente ao Judiciário a tarefa de “terminar de legislar” no caso concreto, ampliando exponencialmente a zona de incerteza.

205 Thomas Jackson adverte que o direito falimentar não constitui locus adequado para a implementação de políticas sociais ou redistribuição de renda (como a proteção de empregos a qualquer custo). Para o autor, a alteração dos direitos de propriedade dos credores com base em critérios de equidade material no momento da quebra subverte a função do instituto, que deveria limitar-se a resolver o problema de ação coletiva dos credores. Ao tentar corrigir desigualdades sociais através da decisão falimentar, o Judiciário impõe um tributo oculto ao mercado de crédito, gerando ineficiência alocativa. JACKSON, **The Logic and Limits of Bankruptcy Law**, p. 21–28, 193–195, 210, 214.

206 O *Common Pool Problem* (Problema dos Recursos Comuns) transpõe para a insolvência a lógica da Tragédia dos Comuns de Garrett Hardin. No cenário pré-falimentar, a ausência de coordenação gera uma corrida onde credores individuais buscam expropriar ativos isolados (*first-come, first-served*) para satisfação própria, desmantelando a empresa e destruindo seu valor de *going concern* (ou valor da empresa em funcionamento). Para Jackson, a falência soluciona essa falha de mercado mimetizando um *Creditors' Bargain* hipotético: um acordo *ex ante* onde credores racionais renunciariam à execução individual em troca de um processo coletivo obrigatório capaz de maximizar o acervo patrimonial. Crucialmente, esse processo serve apenas para exigir direitos de propriedade preexistentes, jamais para redistribuir riqueza ou criar novos direitos substantivos que não existiriam fora do processo. *Ibid.*, p. 10–17, 21–22.

207 Jackson atribui ao direito recuperacional e falimentar uma natureza exclusivamente processual, limitando sua função à execução coletiva de direitos

brasileiro precisamente em virtude da violação desse preceito: ao relativizar a eficácia das garantias reais²⁰⁸, a prática forense converte o processo em um mecanismo de arbitragem negativa, onde o valor do crédito deixa de refletir os fundamentos econômicos do negócio para depender da volatilidade da intervenção estatal.

A distinção é crucial porque a reação do agente econômico é diametralmente oposta em cada cenário. Diante do aumento do risco, o agente ajusta o preço (ex.: bancos aumentam os juros²⁰⁹, fornecedores aumentam o preço a fim de cobrir a margem de risco). Em cenários de incerteza institucional, o ajuste via taxas de juros torna-se ineficiente, compelindo o agente financeiro a restringir o volume de crédito ofertado como mecanismo de defesa patrimonial²¹⁰. O capital simplesmente foge, pois não há taxa de juros capaz de compensar a ausência de regras do jogo.

A retração do investimento produtivo apresenta-se, assim, como o reflexo racional de um ambiente onde a previsibilidade contratual cede espaço à volatilidade hermenêutica. Quando a jurisdição, vocacionada à estabilização de expectativas, passa a operar como vetor de surpresa, o cálculo econômico torna-se inviável. Resta examinar como essa instabilidade, ao converter a decisão judicial em variável

preexistentes. A utilização do instituto para fins redistributivos é descrita pelo autor como uma distorção incompatível com a lógica do sistema: “*Using bankruptcy law to redistribute assets from secured creditors to others [...] is at war with the goal of the creditors’ bargain. [...] Bankruptcy is a procedural device, a mechanism for enforcing pre-existing rights, not a source of substantive rights*”. *Ibid.*, p. 21–22, 128 e 223–224.

208 Essa erosão é evidenciada pela jurisprudência que relativiza a trava bancária e estende o stay period indefinidamente. Vide: STJ, AgInt no CC 156.467/MT (Essencialidade do Bem) e REsp 1.587.559/PR (Prorrogação do stay). O impacto dessa insegurança na precificação do crédito é confirmado empiricamente em: LUZ, Guilherme Gomes, **Decompondo o Spread Bancário: uma Abordagem Estrutural**, Rio de Janeiro: PUC-Rio/Ambima, 2023.

209 Vide: OREIRO, José Luís Da Costa *et al*, Determinantes Macroeconômicos do Spread Bancário no Brasil: Teoria e Evidência recente, **Economia Aplicada**, v. 10, n. 4, p. 609–634, 2006.

210 A ineficácia da taxa de juros como mecanismo de equilíbrio em cenários de assimetria informacional aguda leva ao fenômeno do racionamento de crédito. Vide: STIGLITZ, Joseph; WEISS, Andrew, Credit Rationing in Markets with Imperfect Information, **American Economic Review**, v. 71, n. 3, p. 393–410, 1981.

estocástica, fragiliza a segurança jurídica e impõe custos sistêmicos ao mercado de crédito.

2.2 ATIVISMO JUDICIAL E INSTABILIDADE DECISÓRIA COMO FONTES DE INCERTEZA

A Lei nº 11.101/2005 foi desenhada pelo legislador sob a premissa de racionalidade econômica, visando oferecer previsibilidade ao rito de soerguimento e maximizar o valor dos ativos. Contudo, observa-se na praxis brasileira o fenômeno do ativismo judicial, no qual magistrados, motivados por uma leitura hipertrofiada da “função social da empresa”, afastam a aplicação de regras cogentes para garantir a sobrevivência da atividade a qualquer custo no caso concreto. Essa postura encontra respaldo inicial na decisão do STF na ADI 3.934, que validou a recuperação judicial sob a ótica do princípio da preservação²¹¹, criando, inadvertidamente, um salvo-conduto hermenêutico para o voluntarismo nas instâncias inferiores. Valendo-se desse precedente, cortes inferiores e o próprio STJ (vide AgRg no CC 129.079/SP) frequentemente invocam o princípio da preservação da empresa para afastar garantias reais expressas²¹².

A primeira manifestação aguda dessa incerteza ocorre na erosão das garantias fiduciárias. Embora o § 3º do art. 49 da LREF expressamente exclua da recuperação os credores titulares de posição de proprietário fiduciário (a chamada “trava bancária”), a jurisprudência consolidou a tese da “essencialidade do bem”. Sob esse pálio, o Judiciário impede a retomada de bens móveis e imóveis dados em garantia, sob o argumento de que sua retirada inviabilizaria a operação da empresa. Decisões do STJ (CC nº 153.473/PR) transformaram a exceção legal em regra de bloqueio, convertendo o credor proprietário, que precificou o risco com base na liquidez do colateral, em refém do processo

211 STF, **Ação Direta de Inconstitucionalidade no 3.934/DF**. Relator: Min. Ricardo Lewandowski. Tribunal Pleno. Julgado em: 27/05/2009.

212 STF, AgRg no Conflito de Competência nº 129.079/SP. Relator: Min. Antonio Carlos Ferreira. Segunda Seção. Julgado em: 11/03/2015.

recuperacional, despido de sua garantia real justamente no momento do *default*²¹³.

A instabilidade transcende a expropriação temporal das garantias e contamina a governança do processo mediante a intervenção na soberania da Assembleia Geral de Credores. Embora a lei estabeleça a assembleia como o *locus* da negociação privada e da democracia patrimonial, o STJ consolidou a doutrina do controle do “voto abusivo” (REsp 1.337.989/SP)²¹⁴. Ao permitir que o magistrado invalide o voto de rejeição de um credor financeiro sob a alegação subjetiva de abuso de direito, o Estado substitui a racionalidade econômica do titular do crédito por uma valoração *ex post* subjetiva. O resultado é a imposição judicial (*cram down*) de perdas não negociadas através de planos com deságios agressivos, o que neutraliza os incentivos econômicos e a previsibilidade da contratação *ex ante*.

A terceira fronteira de incerteza é a dimensão temporal, crítica para o cálculo do Valor Presente Líquido (VPL) dos ativos. O *stay period*, concebido como um “respiro” improrrogável de 180 dias, transmutou-se em uma proteção elástica e indefinida, frequentemente estendida para além do limite legal sob a justificativa da preservação da empresa. A distorção tornou-se tão aguda que o próprio Superior Tribunal de Justiça, ao julgar o REsp 1.626.184/MT, reconheceu que essa prática concede um “benefício desmedido à recuperanda” e “distorce por completo o modo como o processo recuperacional foi projetado”,

213 O STJ firmou a tese de que compete ao Juízo da Recuperação Judicial avaliar a essencialidade do bem de capital, ainda que gravado por alienação fiduciária, impedindo a consolidação da propriedade garantida. Vide: STJ, CC nº 153.473/PR. Relator p/ Acórdão: Min. Luis Felipe Salomão. Segunda Seção. Julgado em: 09/05/2018 (DJe 26/06/2018).

214 Através deste precedente o STJ admitiu a flexibilização dos requisitos objetivos e cumulativos do *cram down* (art. 58, § 1º, da LREF). A Corte entendeu que, para evitar o “abuso de direito de voto” de um credor majoritário, o magistrado deve agir com “sensibilidade”, podendo impor a aprovação do plano mesmo sem o atingimento do quórum legal (mais de 1/3 do quórum numérico), sob a justificativa de impedir que “posições individualistas” se sobreponham à preservação da empresa. Trata-se da substituição da métrica legal de governança pela valoração judicial de conveniência. Vide: STJ, REsp nº 1.337.989/SP. Relator: Min. Luis Felipe Salomão. Quarta Turma. Julgado em: 08/05/2018 (DJe 04/06/2018).

transformando a proteção legal em mecanismo de esvaziamento das garantias proprietárias²¹⁵. Essa flexibilização converte um prazo legal peremptório em um *standard* judicial discricionário, o que inviabiliza a estimativa do tempo de recuperação do capital e consome o valor real do crédito mediante a corrosão inflacionária e o custo de oportunidade.

Expandindo o raio de incerteza para além das regras processuais, a inovação pretoriana atinge a própria autonomia da pessoa jurídica através da Consolidação Substancial²¹⁶. Antes mesmo de sua positivação pela Lei nº 14.112/2020, o mercado viu o nascimento desse instituto na macro-recuperação do Grupo Oi²¹⁷. Naquele caso, sob a justificativa da “interconexão empresarial”, admitiu-se a apresentação de um plano unitário para diversas sociedades distintas, ignorando a segregação patrimonial (*asset partitioning*) que fundamenta o direito societário. Na prática, essa manobra permitiu a comunhão forçada de riscos e resultados, possibilitando que o fluxo de caixa de controladas operacionais solventes fosse capturado para amortizar o passivo de *holdings* financeiras insolventes. O Superior Tribunal de Justiça, longe de conter essa inovação, passou a regulamentá-la, estabelecendo “regras de votação” para essa fusão patrimonial de fato (REsp 1.626.184/MT)²¹⁸. Ao permitir que credores de empresas diferentes

215 No referido julgado, a Terceira Turma do STJ buscou conter a prorrogação automática do *stay period* após a Lei nº 14.112/2020, consignando que a extensão indefinida sem a anuência dos credores não pode subsistir, sob o risco de gerar “manifesta iniquidade”. O acórdão admite que a retenção de bens essenciais sem contrapartida financeira para o credor proprietário subverte a lógica do sistema de insolvência. Vide: STJ, REsp nº 1.991.103/MT. Relator: Min. Marco Aurélio Bellizze. Terceira Turma. Julgado em: 11/04/2023 (DJe 13/04/2023)

216 O conceito foi originado por precedente da Suprema Corte dos EUA em *Sampsell v. Imperial Paper & Color Corp.* (1941). Na sua gênese, o instituto operava como um remédio de *Equity* focado no combate a fraudes e desvios patrimoniais. Vide: ESTADOS UNIDOS. Supreme Court. *Sampsell v. Imperial Paper & Color Corp.* 313 U.S. 215. Relator: Justice William O. Douglas. Washington, D.C., 28 de abril de 1941.

217 Vide: RIO DE JANEIRO. Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro (7ª Vara Empresarial). Processo de Recuperação Judicial nº 0203711-65.2016.8.19.0001. Requerente: Oi S.A. e outros. Juiz: Fernando Cesar Ferreira Viana. Rio de Janeiro: TJRJ, 2016.

218 Diante do vácuo legislativo, o STJ não apenas convalidou a figura atípica do “plano unitário”, mas arrogou-se a função de legislador processual ao criar normas específicas de governança para o instituto. A Corte fixou a premissa de que a unificação dos planos

deliberem em uma única massa, o Judiciário subverteu a lógica de risco *ex ante*, na qual o crédito é precificado com base no balanço individual da entidade tomadora, e não na “saúde consolidada” de um grupo econômico.

O dismantelamento da racionalidade econômica culmina na ruptura do princípio da *par condicio creditorum*, que constitui o eixo fundamental do sistema concursal. Sob o pretexto de fomentar a continuidade da atividade, o julgamento do REsp 1.634.844/SP pelo STJ validou a criação de “subclasses” de credores, um instituto até então estranho ao direito positivo brasileiro. Essa inovação permitiu o tratamento diferenciado dentro da mesma categoria, autorizando o devedor a eleger “credores estratégicos” (geralmente fornecedores essenciais) para receberem pagamentos integrais, enquanto impõe deságios severos aos credores financeiros da mesma classe²¹⁹. Essa discriminação judicializada converte o processo em um jogo político de “escolha de vencedores”, no qual o risco de crédito deixa de ser regido pela natureza do título e passa a depender da utilidade momentânea do credor para a operação da recuperanda.

Esse conjunto de práticas judiciais incorre no clássico problema da Inconsistência Temporal, descrito por Kydland e Prescott: a decisão discricionária que parece “socialmente ótima” no *ex post* (salvar a empresa hoje anulando a garantia ou o voto do banco) destrói a credibilidade do compromisso assumido *ex ante*, erodindo

acarreta a fusão da massa deliberativa, vedando a contagem dúplice de votos para credores com títulos contra ambas as recuperandas. Na prática, o Tribunal reescreveu o sistema de quóruns do art. 45 da LREF para adaptá-lo a uma realidade fática (a fusão patrimonial) que a lei não previa. Vide: STJ, REsp nº 1.626.184/MT. Relator: Min. Ricardo Villas Bôas Cueva. Terceira Turma. Julgado em: 01/09/2020 (DJe 04/09/2020).

219 A decisão apoiou-se em uma hermenêutica extensiva do art. 45 da Lei nº 11.101/2005, que menciona “propostas distintas”, para introduzir o conceito de isonomia material em detrimento da igualdade formal. O Tribunal buscou diferenciar a criação lícita de subclasses (baseada na função econômica do crédito, como o “fornecedor parceiro”) da manipulação abusiva de quórum (o *gerrymandering* norte-americano). Contudo, ao validar a discriminação por “critério comercial”, a Corte abriu precedente para que a viabilidade econômica da devedora se sobreponha à paridade legal, transformando a classe quirografária em um grupo heterogêneo sujeito à discricionariedade do plano. Vide: STJ, REsp nº 1.634.844/SP. Relator: Min. Ricardo Villas Bôas Cueva. Terceira Turma. Julgado em: 12/03/2019 (DJe 15/03/2019).

a força normativa dos contratos futuros. Do ponto de vista da Análise Econômica do Direito, o juiz que flexibiliza a regra posta para atender a uma finalidade social imediata atua como fonte geradora de incerteza sistêmica, sinalizando ao mercado que os direitos de propriedade são revogáveis a qualquer momento por imposição jurisdicional²²⁰.

O desfecho desse arranjo institucional, diagnosticado por Arida, Bacha e Lara-Resende sob a alcunha de Incerteza Jurisdicional, é a socialização compulsória do risco. Diante da baixa qualidade do *enforcement*, a garantia real perde sua função econômica de redutora de spread, deixando de atuar como alavanca para o crédito barato. O ativo imobilizado, que deveria servir de lastro, torna-se capital morto. A consequência inevitável é a precificação dessa insegurança nas taxas de juros, impondo a todo o setor produtivo um custo de capital proibitivo²²¹.

Concretiza-se, assim, o efeito reverso alertado por Easterbrook e Fischel²²²: na tentativa míope de salvar empresas inviáveis através

220 Os Autores demonstram que políticas discricionárias, desenhadas para serem ótimas em cada instante do tempo, tornam-se temporalmente inconsistentes devido à racionalidade dos agentes. Se a autoridade (o julgador) retém a discricionariedade para desviar da regra estrita visando maximizar o bem-estar social no curto prazo (*ex post efficiency*), os agentes privados antecipam esse desvio e alteram seu comportamento presente (*ex ante*). No direito concursal, a expectativa racional de que o Judiciário relativizará garantias para evitar a quebra da empresa no momento da crise leva os credores a restringirem a oferta de crédito na origem, resultando em um equilíbrio de Pareto inferior ao que seria obtido sob um regime de regras imutáveis (*commitment*). Vide: KYDLAND, Finn E.; PRESCOTT, Edward C., Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans, **Journal of Political Economy**, v. 85, n. 3, p. 473–492, 1977.

221 Os autores identificam que, no Brasil, o prêmio de risco embutido nas taxas de juros não reflete apenas a probabilidade de inadimplência do devedor (risco comercial), mas a probabilidade de o Estado impedir a execução do contrato (risco jurisdicional). A Incerteza Jurisdicional atua como um imposto invisível sobre o crédito: ao tornar as garantias inalcançáveis (“*anti-colateral*”), o Judiciário obriga os bancos a cobrarem de todos os bons pagadores o prejuízo potencial gerado pela impossibilidade de recuperação do crédito dos maus pagadores. Vide: ARIDA, Pêrsio; BACHA, Edmar; LARA RESENDE, André, Credit, Interest, and Jurisdictional Uncertainty: Conjectures on the Case of Brazil, in: GOLDFAJN, Ilan; GIAVAZZI, Francesco; HERRERA AGUILERA, Santiago (Orgs.), **Inflation Targeting, Debt, and the Brazilian Experience, 1999 to 2003**, Cambridge, MA: MIT Press, 2005, p. 265–293.

222 EASTERBROOK, Frank H.; FISCHEL, Daniel R., **The Economic Structure of Corporate Law**, 1. Harvard Univ. Press paperback ed. 1996, digitally repr. Cambridge,

da flexibilização de garantias, o Judiciário condena as companhias saudáveis ao racionamento de crédito e à asfixia financeira, isolando o Brasil em um patamar de *spread* bancário discrepante da média global²²³. O diagnóstico da patologia jurídica, contudo, seria incompleto sem a mensuração de seus danos ao tecido produtivo. Uma vez que a instabilidade das regras transcende o debate hermenêutico e converte-se em entrave estrutural ao desenvolvimento, uma análise detida de suas consequências econômicas faz-se indispensável.

3. CONSEQUÊNCIAS ECONÔMICAS DA INSEGURANÇA JURÍDICA

A insegurança jurisdicional diagnosticada nas seções anteriores atua como um corrosivo da matriz institucional que sustenta o mercado de crédito. Sob a ótica da Nova Economia Institucional, o Poder Judiciário é o garantidor último das regras do jogo²²⁴. Contudo, a análise do impacto macroeconômico dessa atuação exige o recurso aos microfundamentos da economia da insolvência, partindo do reconhecimento de que os indicadores agregados de crédito resultam das decisões individuais de agentes racionais que ajustam suas expectativas de retorno face à volatilidade do ambiente legal²²⁵. Sob este

Mass.: Harvard Univ. Press, 1991.

223 O resultado prático desse arranjo institucional é o isolamento do Brasil no cenário global: conforme dados do Banco Mundial compilados por Luz, o *spread* bancário brasileiro chega a ser cinco vezes superior à média da Mundial e da América Latina (32,21% contra média mundial de 5,78% e 6,55% para América Latina)], evidenciando que a ineficiência na recuperação do crédito impõe um “Custo Brasil” proibitivo ao setor produtivo. LUZ, **Decompondo o Spread Bancário: uma Abordagem Estrutural**.

224 Sob o prisma da Nova Economia Institucional, a eficácia do cumprimento coercitivo dos contratos constitui o determinante central da especialização e da escala das trocas. Douglass North assevera que “*the inability of societies to develop effective, low-cost enforcement of contracts is the most important source of both historical stagnation and contemporary underdevelopment*”, sendo o enforcement o obstáculo crítico para o aumento da divisão do trabalho. Para o autor, a atuação do Estado como terceira parte é indispensável para viabilizar as transações impessoais que as restrições informais não conseguem sustentar. NORTH, **Institutions**, p. 33–35, 54.

225 Robert Lucas Jr. assevera que a estrutura dos modelos econômicos reside nas regras de decisão ótimas dos agentes e que tais diretrizes variam sistematicamente em face de alterações no ambiente relevante para o decisor. Por conseguinte,

prisma, o magistrado deixa de ser compreendido como um aplicador neutro para ser lido como um agente cujas decisões, afetadas por inclinações protetivas assistemáticas no caso concreto, inserem uma variável estocástica no cálculo de retorno do credor²²⁶. A literatura demonstra que este incremento na incerteza legal, manifestado tanto pela volatilidade das instâncias inferiores quanto pela mutabilidade dos tribunais superiores, desarticula o mecanismo de transmissão de crédito e resulta em racionamento de oferta e majoração do *spread*²²⁷.

parâmetros aparentemente estáveis em séries históricas, a exemplo do *spread* ou do volume de crédito, não são invariantes e sofrem modificações imediatas sempre que o padrão decisório do Judiciário na recuperação judicial é alterado. No domínio dos microfundamentos, Kevin Hoover reforça que a análise macroeconômica deve ser compreendida como o desfecho de problemas de otimização formulados por indivíduos que reagem a incentivos e restrições dinâmicas, em oposição à adoção de regras de bolso estáticas. Sob essa ótica, a volatilidade jurisdicional configura uma alteração estrutural nas restrições de mercado que compele o credor racional a recalibrar sua regra de decisão *ex-ante* com o intuito de mitigar perdas sistemáticas. LUCAS E., Robert Jr., *Econometric Policy Evaluation: A Critique*, in: BRUNNER, K.; MELTZER, A. (Orgs.), **The Phillips Curve and Labor Markets.**, New York: North-Holland, 1976, v. 1, p. 258; HOOVER, Kevin D., *Microfoundational Programs*, in: DUARTE, Pedro Garcia; LIMA, Gilberto Tadeu (Orgs.), **Microfoundations Reconsidered: the Relationship of Micro and Macroeconomics in Historical Perspective**, Cheltenham, U.K: Edward Elgar, 2012, p. 19–20.

226 Gennaioli e Rossi endogenizam o risco jurisdicional ao modelarem o magistrado como um agente econômico cujas decisões resultam de uma função de utilidade que pondera o viés ideológico e os incentivos de carreira derivados da atração de processos. Na Seção 2 da obra, os autores demonstram que a faculdade de escolha do foro pelo devedor (o *forum shopping*, pelo qual grupos econômicos com atuação nacional estruturam múltiplos centros de decisão, escolhendo ajuizar a demanda na comarca onde o entendimento judicial é percebido como mais favorável aos interesses do devedor) induz uma competição interjurisdicional por casos, resultando em um equilíbrio de “corrida para o fundo” (*race to the bottom*) no qual magistrados sinalizam leniência excessiva para capturar o ajuizamento da demanda. Essa dinâmica transmuta a jurisdição em um risco sistemático antecipado pelo mercado: a Proposição 2 e os dados da Seção 3 comprovam que a rigidez da proteção legal ao credor (parâmetro α) é o instrumento essencial para disciplinar os incentivos judiciais *ex-ante* e prevenir a reorganização ineficiente de empresas economicamente inviáveis. GENNAIOLI, Nicola; ROSSI, Stefano, *Judicial Discretion in Corporate Bankruptcy*, **Review of Financial Studies**, v. 23, n. 11, p. 4078–4114, 2010, p. 4088, 4091–4092.

227 A evidência empírica ratifica o nexo de causalidade entre a incerteza legal e a contração do mercado de crédito. Lee, Schoenherr e Starmans (2026) demonstram que o incremento na dispersão das expectativas sobre a prestação jurisdicional reduz o volume de capital ofertado às firmas. As estimativas da Tabela 7 (p. 59) indicam que a incerteza de atribuição (σ) exerce impacto negativo e estatisticamente significativo sobre o endividamento corporativo ($\log_{i,b}$), confirmando que a imprevisibilidade do

A volatilidade do ambiente legal altera a função de custo do capital na medida em que a possibilidade de anulação ex post de garantias reais obriga o agente financeiro a incorporar uma probabilidade de inadimplência institucional ao cálculo de valor presente. Este fenômeno caracteriza o problema de inconsistência temporal, no qual a busca por uma pretensa eficiência imediata na preservação da atividade econômica inviabiliza a eficácia do compromisso contratual pactuado na origem²²⁸. Segundo Benito Arruñada, a expansão do mercado de crédito pressupõe a transição de trocas personalizadas para trocas impessoais fundamentadas na segurança das transações²²⁹. A garantia da oponibilidade de direitos reduz os custos de verificação e monitoramento, de modo que sua fragilização jurisdicional transmuta o ativo garantidor em capital morto.

Quando magistrados tornam incerta a execução de garantias reais e imprevisível o desfecho da insolvência, eles emitem um sinal deletério ao mercado: o de que os contratos não são autoexecutáveis no Brasil²³⁰. Essa quebra da previsibilidade institucional eleva exponencialmente os custos de transação, pois obriga os agentes econômicos a despenderem recursos excessivos apenas para

juízo contrai a oferta de equilíbrio (vide prova formal na Proposição 1, Apêndice A, p. 67). LEE, Jiwon; SCHOENHERR, David; STARMANS, Jan, **The Economics of Legal Uncertainty**, Brussels: European Corporate Governance Institute, 2026.

228 KYDLAND; PRESCOTT, Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans, p. 473-474, 477.

229 Sob a perspectiva institucional de Benito Arruñada, o desenvolvimento financeiro pressupõe a transição de trocas personalizadas para trocas impessoais (impersonal exchange), que dependem crucialmente da eficácia de direitos oponíveis a terceiros (in rem). Quando o judiciário fragiliza essa oponibilidade, ele eleva os custos de verificação e impede que o ativo sirva como colateral líquido, bloqueando a especialização e a profundidade do mercado. ARRUÑADA, Benito, **Institutional foundations of Impersonal Exchange: Theory and Policy of Contractual Registries**, Chicago: The University of Chicago press, 2012, p. 35-40.

230 Os autores diagnosticam como a ascensão de um “ativismo principiológico” desvinculado de análise consequencialista torna as decisões judiciais imprevisíveis, elevando o Risco-País. PARGENDLER; SALAMA, Direito e Consequência no Brasil.

monitorar e mitigar o risco de expropriação judicial de seus direitos de propriedade²³¹.

Diante dessa ruptura da estabilidade contratual, o mercado reage com uma adaptação defensiva. O agente financeiro, ao perceber que a garantia fiduciária pode ser relativizada ou que o plano de recuperação pode ser operacionalizado para impor deságios confiscatórios, deixa de enxergar o colateral como um redutor de risco²³². A consequência imediata é a precificação dessa incerteza. O risco legal transforma-se em um “imposto implícito” sobre a atividade financeira, que é integralmente repassado ao tomador final²³³. A racionalidade econômica é a seguinte: se a probabilidade de recuperação do crédito diminui e o tempo para reavê-lo aumenta (devido ao *stay period* prorrogado), o prêmio de risco exigido para compensar a operação deve subir proporcionalmente para manter o equilíbrio financeiro da carteira.

O resultado desse arranjo é uma tragédia de custos sociais difusos²³⁴. Ao proteger o devedor inadimplente no caso concreto, salvando a empresa a qualquer custo, o Judiciário gera uma

231 A elevação dos custos de monitoramento como resposta ao oportunismo é a base da Transaction Cost Economics de Williamson. WILLIAMSON, **The Economic Institutions of Capitalism**, p. 20-22; No Brasil, Armando Castelar Pinheiro demonstra empiricamente que a imprevisibilidade judicial funciona como um tributo sobre a produção, forçando as empresas a desviarem recursos produtivos para a gestão de riscos legais. Segundo o autor, a ineficiência do Judiciário reduz o investimento agregado ao elevar a incerteza sobre a apropriação dos retornos. Vide: CASTELAR, Armando, **Judiciário E Economia No Brasil**, Rio de Janeiro: Centro Edelstein De Pesquisas Sociais, 2009.

232 SALAMA, Bruno Meyerhof, Spread bancário e Enforcement Contratual: Hipótese de Causalidade Reversa e Evidência Empírica, **Revista Brasileira de Economia**, v. 71, n. 1, 2017, p. 275-280.

233 PINHEIRO, Armando Castelar, IV – O Componente Judicial dos Spreads Bancários, in: **Economia Bancária e Crédito – Avaliação de 4 Anos do Projeto Juros e Spread Bancário**, Brasília: Banco Central do Brasil, 2004, p. 36.

234 A análise dos custos sociais e a demonstração de que o arranjo legal determina a eficiência econômica em um ambiente de custos de transação positivos é a tese central de Ronald Coase. Coase refutou a tradição pigouviana de apenas taxar externalidades, demonstrando que a definição clara de direitos de propriedade pelo sistema jurídico é o mecanismo primário para minimizar o custo social total. COASE, *The Problem of Social Cost*, p. 27.

externalidade negativa que se propaga por toda a cadeia produtiva. O benefício é concentrado no devedor ineficiente, que ganha sobrevida artificial, enquanto o custo é socializado com todos os bons pagadores, que enfrentam crédito escasso e caro²³⁵. Cria-se, assim, um equilíbrio subótimo onde a ineficiência é subsidiada pela eficiência, manifestando-se em três dimensões macroeconômicas deletérias que analisaremos a seguir: a elevação estrutural do *spread* bancário, o racionamento da oferta de crédito via seleção adversa e a atrofia do mercado de capitais como fonte de financiamento de longo prazo.

3.1 IMPACTO NO SPREAD BANCÁRIO E NA OFERTA DE CRÉDITO

A materialização contábil da insegurança jurídica brasileira reflete-se, de forma inequívoca, na composição do *spread* bancário. A decomposição do Indicador de Custo do Crédito (ICC) do Banco Central demonstra que a inadimplência e o custo de recuperação das garantias constituem as variáveis preponderantes na formação da taxa de juros, em contraposição à tese que atribui o custo do crédito exclusivamente à margem de lucro das instituições financeiras²³⁶. A

235 O fenômeno descrito é o subsídio cruzado gerado pela seleção adversa. Internacionalmente, Joseph Stiglitz e Andrew Weiss demonstraram que, quando os credores não conseguem distinguir perfeitamente os riscos ou executar contratos (devido a falhas informacionais ou institucionais), o mecanismo de equilíbrio não é apenas o aumento dos juros, mas o racionamento de crédito, excluindo do mercado os tomadores de baixo risco. Vide: STIGLITZ; WEISS, *Credit Rationing in Markets with Imperfect Information*; No Brasil, Rachel Sztajn alerta que a preservação da empresa a qualquer custo opera como uma transferência de renda injustificada, onde a coletividade paga a conta da ineficiência privada sob o manto da “função social”. Vide: ZYLBERSZTAJN, Décio; SZTAJN, Rachel, **Direito e Economia: Análise Econômica do Direito e das Organizações**, 6ª. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005, p. 78–85.

236 A decomposição do ICC nos Relatórios de Economia Bancária (REB) do Banco Central (2003-2023) demonstra a rigidez estrutural dos custos de inadimplência e administrativos: (i) 2003: No marco inicial da nossa série, o regulador já identificava a “cunha fiscal e o risco da inadimplência” como componentes de custo superiores à margem líquida bancária. BRASIL, Banco Central do, **Relatório de Economia Bancária e Crédito – 2003: Avaliação de 4 Anos do Projeto Juros e Spread Bancário**, Brasília: Banco Central do Brasil, 2004, p. 17; (ii) 2008: Sob o impacto da crise global, a decomposição apontou a inadimplência como o vetor de pressão altista, impedindo a queda do *spread*. BRASIL, Banco Central do, **Relatório de Economia Bancária e Crédito – 2008**, Brasília: BCB, 2008, p. 19; (iii) 2011: Mesmo em cenário de pleno emprego,

variável determinante nesse cálculo, a *Loss Given Default* (Perda por Inadimplimento), converte a ineficiência processual em prêmio de risco, visto que a morosidade na execução de garantias²³⁷ e a validação judicial de deságios agressivos²³⁸ sinalizam ao credor uma recuperação de capital invariavelmente parcial e tardia²³⁹. Em resposta, o agente

os custos administrativos e de inadimplência mantiveram-se elevados, limitando a redução do custo final ao tomador. BRASIL, Banco Central do, **Relatório de Economia Bancária e Crédito - 2011**, Brasília: BCB, 2011, cap. 1; (iv) 2017: No pós-recessão, a inadimplência respondeu por 37,4% da composição do spread do ICC, enquanto a margem financeira representou apenas 14,9%, evidenciando o peso desproporcional do risco de crédito. BRASIL, Banco Central do, **Relatório de Economia Bancária - 2017**, Brasília: BCB, 2017, cap. 2; (v) 2019: Com a Selic na mínima histórica, a estrutura de custos permaneceu rígida: a inadimplência (30,9%) e as despesas administrativas continuaram a superar a margem financeira (21,5%), demonstrando a ineficácia da política monetária isolada para reduzir o spread sem correção institucional. BRASIL, Banco Central do, **Relatório de Economia Bancária - 2019**, Brasília: BCB, 2019, cap. 2; (vi) 2023: O relatório mais recente reafirma o padrão, com a inadimplência (35,7%) consolidada como o principal componente do custo, em detrimento da margem financeira (12,46%), que sofreu retração. BRASIL, Banco Central do, **Relatório de Economia Bancária - 2023**, Brasília: BCB, 2023, cap. 2; A tese de que o spread bancário brasileiro decorre preponderantemente de falhas institucionais e do risco (e não de mero poder de monopólio) é corroborada pela literatura econométrica. Em estudo utilizando o Método dos Momentos Generalizados (GMM) em um painel de 142 instituições, Afanasieff, Lhacer e Nakane demonstraram que as variáveis de risco da taxa de juros e custos administrativos possuem significância estatística superior às variáveis de estrutura de mercado na determinação do spread. Os autores concluem que a instabilidade do ambiente econômico-institucional é o fator preponderante para a manutenção das taxas elevadas. Vide: AFANASIEFF, Tarsila Segalla; LHACER, Priscilla Maria Villa, **The Determinants of Bank Interest Spread in Brazil**, Brasília: BCB, 2002, p. 13, 17.

237 Segundo o Banco Mundial, a ineficiência do sistema falimentar brasileiro resulta em uma taxa de recuperação de crédito de apenas 18,2 centavos por dólar e um tempo médio de trâmite de 4 anos, indicadores que situam o país muito abaixo da média da OCDE (onde a recuperação supera 70%). WORLD BANK, **Doing Business 2020: Economy Profile of Brazil**, Washington, DC: World Bank, 2020, p. 4.

238 O estudo de Mattos e Proença aponta que mais de 72% dos planos preveem redução nominal da dívida. Embora o Judiciário intervenha em casos extremos (anulando deságios superiores a 70%), a regra é a homologação de perdas significativas. Vide: MATTOS, Eduardo da Silva; PROENÇA, José Marcelo Martins. Recuperação de empresas: (in)utilidade de métricas financeiras e estratégias jurídicas. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2019, p. 175. apud PORTO GARCIA, Rodrigo Saraiva, O Credit Bidding e a Venda de Ativos na Recuperação Judicial, in: PATELLA, Laura Amaral; DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro; BECUE, Sabrina Maria Fadel (Orgs.), **Estudos sobre a Reforma da Lei 11.101/2005**, Belo Horizonte: Expert Editora, 2022, p. 424 e 447.

239 Dados da Associação Brasileira de Jurimetria indicam que o tempo mediano apenas para a realização da Assembleia Geral de Credores supera um ano (384

financeiro antecipa matematicamente essa perda no momento da concessão, diluindo o custo da insegurança jurídica no preço cobrado de toda a base de tomadores solventes.

O fenômeno agrava-se pela degradação da função econômica do colateral. Em sistemas financeiros desenvolvidos, a garantia real atua como um substituto da informação, permitindo que empresas menores ou mais arriscadas acessem crédito barato ao oferecerem lastro patrimonial seguro²⁴⁰.

Essa ineficácia estrutural das garantias produz uma externalidade ainda mais nociva: a concentração bancária induzida. Ao transformar a recuperação de crédito em uma atividade intensiva em capital jurídico e paciência financeira (com prazo médio de quatro anos para desfecho), o sistema legal erige uma barreira de entrada intransponível para credores de menor porte. Instituições financeiras menores e *fintechs*, incapazes de diluir os custos fixos de um contencioso complexo ou de suportar o provisionamento de longo prazo exigido pelo regulador, são forçadas a restringir sua atuação. O resultado é um oligopólio de crédito onde os grandes conglomerados, únicos capazes de precificar e absorver a ineficiência judicial, dominam a oferta, perpetuando o ciclo de *spreads* elevados pela falta de pressão competitiva real.

dias em SP), e os planos aprovados impõem, em média, deságios de 40% a 60% aos credores quirografários. ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE JURIMETRIA, **Observatório da Insolvência - São Paulo, Fase 2**, São Paulo: [s.n.], 2019, p. 33, 46.

240 Helmut Bester demonstrou que, em um ambiente institucional eficiente, a oferta de garantia funciona como um dispositivo de *screening*, permitindo que devedores de baixo risco sinalizem sua qualidade e acessem juros menores, evitando o racionamento de crédito previsto por Stiglitz e Weiss. Alan Schwartz complementa, sob a ótica da Análise Econômica do Direito, que a garantia real reduz os custos de monitoramento do credor, atuando como um substituto funcional da investigação de crédito exaustiva. Vide: BESTER, Helmut, Screening vs. Rationing in Credit Markets with Imperfect Information, **The American Economic Review**, v. 75, n. 4, p. 850-855, 1985, p. 850-852 e ; SCHWARTZ, Alan, Security Interests and Bankruptcy Priorities: A Review of Current Theories, **The Journal of Legal Studies**, v. 10, n. 1, p. 1-37, 1981, p. 9-11.

3.2 A ATROFIA DO MERCADO DE CAPITALIS E A DEPENDÊNCIA DO CRÉDITO BANCÁRIO

Enquanto o sistema bancário reage à insegurança jurídica mediante a elevação do preço do capital, o mercado de capitais opera a retração da oferta, caracterizando um fenômeno de *credit crunch* institucional²⁴¹. A ineficiência do *enforcement* judicial cria uma distorção severa na estrutura de capital das empresas brasileiras, gerando uma dependência crônica do financiamento bancário de curto prazo em detrimento da emissão de dívida corporativa privada de longo prazo (*bonds* e debêntures)²⁴², instrumento vital para o financiamento da infraestrutura e da indústria em economias desenvolvidas.

A raiz dessa atrofia reside na profunda assimetria de armas jurídicas entre as classes de credores. Diferentemente dos bancos que, conforme discutido, ainda conseguem mitigar parte do risco jurídico através da exigência de garantias fiduciárias (a trava bancária) e do monitoramento intensivo, o investidor do mercado de capitais encontra-se em um vácuo de proteção institucional. Frequentemente classificado como credor quirografário, o detentor de títulos de dívida corporativa não possui a proteção da propriedade fiduciária e fica à mercê da soberania da assembleia geral de credores, diluído pela pulverização. Na prática forense, isso se traduz na imposição de planos de recuperação com deságios agressivos, carências estendidas e conversão compulsória de dívida em *equity* de valor duvidoso.

A iminência de reconfiguração ou aniquilação dos direitos creditórios por decisões que privilegiam a preservação da empresa induz o investidor racional à aversão ao risco. O prêmio de risco exigido para comprar uma debênture de empresa sem classificação *triple-A*

241 Vide a análise empírica sobre a causalidade entre *enforcement* e custo do crédito em: SALAMA, Spread bancário e *enforcement* contratual, p. 122 e 128.

242 Sobre a atrofia relativa do mercado de dívida corporativa brasileiro frente a economias emergentes, vide: ROCCA, Carlos Antonio, **Financiamento do Investimento no Brasil e o Papel do Mercado de Capitais**, São Paulo: IEDI, 2018, p. 28-30.

torna-se proibitivo, inviabilizando a emissão para a vasta maioria das companhias produtivas nacionais²⁴³.

O resultado macroeconômico é a perpetuação da dependência bancária. Sem a disciplina e a profundidade de um mercado de capitais funcional para oferecer financiamento de longo prazo, as empresas permanecem reféns do capital de giro bancário, caro e volátil. A insegurança jurídica, portanto, não apenas encarece a dívida, mas veta o acesso da economia real a fontes de financiamento mais sofisticadas, condenando o parque produtivo brasileiro a operar permanentemente aquém de sua fronteira de possibilidades de investimento.

4. PREVISIBILIDADE E RIGOR DOGMÁTICO NA LEI 11.101/2005

Superado o diagnóstico das externalidades negativas geradas pela instabilidade institucional, impõe-se a análise da solução normativa. A eficiência do sistema recuperacional brasileiro reside fundamentalmente em um realinhamento hermenêutico que privilegie a previsibilidade e a incolumidade contratual, dispensando reformas legislativas em favor de uma aplicação rigorosa da norma vigente. Sob a ótica da Análise Econômica do Direito, a dogmática jurídica não deve ser interpretada como um fim em si mesmo ou um formalismo estéril, mas como uma tecnologia social indispensável para a redução de custos de transação.

Um sistema funcional deve operar como um mecanismo crível de partilha de perdas, onde as regras do jogo definidas *ex-ante* sejam rigorosamente observadas *ex-post*. A tentativa de realizar justiça distributiva no caso concreto mediante a flexibilização de direitos de propriedade, embora motivada por uma ótica humanitária imediata, gera um efeito sistêmico devastador ao sinalizar a mutabilidade dos contratos conforme a conveniência social. A segurança jurídica torna-se, assim, o ativo econômico mais valioso do processo de

243 SALAMA, Spread bancário e enforcement contratual, p. 111-112.

soerguimento, funcionando como a âncora que permite a coordenação de expectativas entre agentes econômicos antagônicos.

4.1 A FUNÇÃO ECONÔMICA DO ENFORCEMENT DAS GARANTIAS

A proteção da garantia real e a estrita observância da ordem de preferência de pagamentos constituem o alicerce fundamental da estabilidade do mercado de crédito. Há, contudo, uma tensão permanente na jurisprudência brasileira entre a tutela do crédito e a função social da empresa, frequentemente resolvida em favor da segunda mediante a suspensão de travas bancárias ou a proibição da retirada de bens de capital essenciais. O erro econômico dessa abordagem reside na desconsideração dos efeitos de segunda ordem. O colateral transcende a natureza de ativo físico ao configurar um mecanismo de redução de assimetria informacional. Quando o Judiciário impede a excussão de uma garantia sob o pretexto de não inviabilizar a operação da devedora, ele está, na verdade, expropriando o valor da garantia e transferindo o risco do empreendimento para o credor, sem a correspondente remuneração.

O impacto dessa insegurança é a degradação do instituto da alienação fiduciária e o consequente encarecimento do crédito para todo o mercado. O *enforcement* estrito das garantias cumpre uma função disciplinadora insubstituível ao mitigar o risco moral (*moral hazard*) de gestões temerárias, pois o empresário sabe que perderá o controle dos ativos se falhar, e assegura ao credor a liquidez necessária para continuar financiando a economia. A literatura econômica é uníssona: garantias fortes geram juros baixos e prazos longos²⁴⁴.

244 Na teoria econômica, Robert Barro demonstrou que colaterais executáveis eliminam o prêmio de risco, convergindo a taxa de juros para o nível risk-free. Empiricamente, o estudo fundacional de La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny comprovou, em 49 países, que a fraca proteção legal aos credores resulta em mercados de dívida atrofiados. Essa dinâmica foi detalhada por Bae e Goyal, que analisaram 48 mil contratos e concluíram que bancos reagem à insegurança encurtando a maturidade e elevando spreads, achado corroborado pela atualização global de Djankov et al.. BARRO, Robert J., The Loan Market, Collateral, and Rates of Interest, *Journal of Money, Credit and Banking*, v. 8, n. 4, p. 439, 1976, p. 446; LA PORTA,

Ao transformar a garantia real em uma “promessa sujeita a validação judicial de essencialidade”, o sistema legal brasileiro converte crédito garantido em crédito quirografário disfarçado, elevando a Perda por Inadimplemento a patamares proibitivos. A racionalidade econômica impõe que a tutela do crédito seja vista como pressuposto lógico da preservação da empresa sem a certeza da execução, não há crédito; e sem crédito, não há empresa para cumprir função social alguma.

4.2 SEGURANÇA JURÍDICA COMO VETOR DE FOMENTO AO TURNAROUND

A reestruturação de uma companhia em crise é uma corrida contra o tempo que exige, invariavelmente, liquidez imediata. Configura-se um paradoxo institucional quando a necessidade premente de liquidez para a interrupção da drenagem de caixa é confrontada com a aversão ao risco bancário, o que inviabiliza o acesso ao crédito tradicional. A solução de mercado para romper esse travamento é o financiamento DIP (*Debtor-in-Possession Financing*), modalidade na qual novos credores, ou os atuais, aportam “dinheiro novo” na operação, condicionado a uma superprioridade no recebimento em caso de falência.

No entanto, a timidez do mercado de DIP no Brasil não decorre de falta de capital, mas de falta de *enforcement*. A viabilidade desse instrumento depende inteiramente da credibilidade da promessa judicial. Nenhum agente racional, seja um fundo de *distressed assets* ou um banco comercial, aportará recursos novos em uma empresa insolvente se houver o risco probabilístico de que, no futuro, uma decisão judicial rebaixe sua preferência para pagar créditos

Rafael *et al*, Law and Finance, **Journal of Political Economy**, v. 106, n. 6, p. 1113–1155, 1998, p. 1136–1137; BAE, Kee-Hong; GOYAL, Vidhan K, Creditor Rights, Enforcement, and Bank Loans, **The Journal of Finance**, v. 52, n. 3, 1997, p. 823; DJANKOV, Simeon; MCLIESH, Caralee; SHLEIFER, Andrei, **Private Credit in 129 Countries**, Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2005, p. 300–301.

trabalhistas ou fiscais, ou que o dinheiro aportado fique “preso” na falência por anos²⁴⁵.

A segurança jurídica configura o gatilho indispensável do *turnaround*, visto que somente a confiança fundamentada no respeito às regras de prioridade absoluta viabiliza a atração de financiadores dispostos a assumir o risco da recuperação. O rigor dogmático na aplicação da Lei 11.101/2005 visa criar o ambiente de confiança necessário para que o mercado privado (e não o Estado) financie a travessia da crise. A verdadeira preservação da empresa ocorre quando o sistema legal oferece garantias robustas o suficiente para que o capital aceite o risco, permitindo que o processo de destruição criativa opere: salvam-se os ativos e a atividade econômica, ainda que, para isso, seja necessário sacrificar a posição acionária dos gestores que conduziram a firma à insolvência.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

A investigação conduzida ao longo deste estudo permite confirmar a hipótese inicial: a ineficiência do sistema de insolvência brasileiro não decorre primariamente de lacunas legislativas, mas da fragilidade institucional na aplicação da norma. A modernização trazida pelas Leis nº 11.101/2005 e nº 14.112/2020, embora louvável, esbarra em uma barreira de implementação: o ativismo judicial que, sob o pretexto de realizar justiça distributiva no caso concreto,

245 A escassez de DIP Financing no Brasil não é apenas um problema de liquidez, mas também de desenho institucional. Em estudo empírico, Fabio Caparroz Ferrante demonstra que a “timidez” dos financiadores decorre primariamente da insegurança jurídica na execução das garantias (risco de decisões erráticas) e das regras de provisionamento bancário que penalizam a concessão de crédito a empresas em crise. Cássio Cavalli corrobora esse diagnóstico, afirmando que as normas brasileiras de financiamento falharam no “teste de mercado” por não oferecerem a certeza de enforcement necessária para atrair capital. FERRANTE, Fabio Caparroz, **O financiamento do devedor durante a recuperação judicial sob a ótica da função social da empresa**, Dissertação, IDP, São Paulo, 2022, p. 82; CAVALLI, Cássio, **Brazilian provisions on DIP Financing fail the market test**, Agenda Recuperacional, disponível em: <<https://www.agendarecuperacional.com.br/brazilian-provisions-on-dip-financing-fail-the-market-test/>>. acesso em: 7 jan. 2026.

converte o risco de crédito — passível de precificação — em incerteza knightiana, imponderável e paralisante.

Demonstrou-se que a “incerteza jurisdicional” atua como um tributo implícito sobre o mercado de crédito. Ao relativizar garantias reais e flexibilizar a ordem de pagamentos em nome de uma preservação da empresa a qualquer custo, o Poder Judiciário inadvertidamente destrói a função econômica do colateral. O resultado, comprovado pela análise da composição do *spread* bancário e pela atrofia do mercado de capitais, é um jogo de soma negativa: o crédito torna-se escasso e caro para todos, inviabilizando o financiamento de longo prazo necessário ao desenvolvimento da infraestrutura e da indústria nacional.

Mais grave ainda é o efeito sistêmico da tolerância com a ineficiência. A perpetuação de “empresas zumbis”, mantidas artificialmente no mercado por meio de planos de recuperação que impõem perdas confiscatórias aos credores sem contrapartida de reestruturação real, bloqueia o processo de “destruição criativa”. Ao impedir que ativos e capital humano sejam realocados para agentes mais produtivos, o sistema falimentar, desenhado para ser uma instituição inclusiva de saneamento, degenera-se em um mecanismo extrativo de proteção ao atraso.

Conclui-se, portanto, que a retomada do crescimento econômico sustentável e a democratização do acesso ao crédito dependem de um choque de credibilidade institucional. Isso não demanda novas reformas legislativas, mas uma mudança de postura hermenêutica. A segurança jurídica deve ser encarada não como um valor abstrato, mas como um ativo econômico tangível. O respeito inegociável aos contratos e o rigor dogmático na aplicação da lei de falências constituem a tecnologia social mais eficaz para a redução dos custos de transação. A superação do capitalismo de laços exige a institucionalização da confiança, garantida por um Judiciário que assegure a impessoalidade das trocas e a certeza da execução, pilares de um mercado de crédito maduro.

BIBLIOGRAFIA

ACEMOGLU, Daron; ROBINSON, James. **Por Que as Nações Fracassam**. Trad. Cristiana Serra. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012.

AFANASIEFF, Tarsila Segalla; LHACER, Priscilla Maria Villa. **The Determinants of Bank Interest Spread in Brazil**. Brasília: BCB, 2002.

ARIDA, Pêrsio; BACHA, Edmar; LARA RESENDE, André. Credit, Interest, and Jurisdictional Uncertainty: Conjectures on the Case of Brazil. In: GOLDFAJN, Ilan; GIAVAZZI, Francesco; HERRERA AGUILERA, Santiago (Orgs.). **Inflation Targeting, Debt, and the Brazilian Experience, 1999 to 2003**. Cambridge, MA: MIT Press, 2005, p. 265–293.

ARRUÑADA, Benito. **Institutional foundations of Impersonal Exchange: Theory and Policy of Contractual Registries**. Chicago: The University of Chicago press, 2012.

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado Financeiro**. São Paulo: Editora Atlas Ltda, 2018.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE JURIMETRIA. **Observatório da Insolvência - São Paulo, Fase 2**. São Paulo: [s.n.], 2019.

AYOUB, Luiz Roberto; CAVALLI, Cássio. **A Construção Jurisprudencial da Recuperação Judicial de Empresas**. 3. ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2017.

BAE, Kee-Hong; GOYAL, Vidhan K. Creditor Rights, Enforcement, and Bank Loans. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 3, 1997.

BARRO, Robert J. The Loan Market, Collateral, and Rates of Interest. **Journal of Money, Credit and Banking**, v. 8, n. 4, p. 439, 1976. Disponível em: <<https://www.jstor.org/stable/1991690?origin=crossref>>. Acesso em: 7 jan. 2026.

BAUMOL, William J. Entrepreneurship: Productive, Unproductive, and Destructive. **Journal of Political Economy**, v. 98, n. 5, p. 893–921, 1990.

BESTER, Helmut. Screening vs. Rationing in Credit Markets with Imperfect Information. **The American Economic Review**, v. 75, n. 4, p. 850–855, 1985.

BRASIL, Banco Central do. **Relatório de Economia Bancária - 2017**. Brasília: BCB, 2017.

BRASIL, Banco Central do. **Relatório de Economia Bancária - 2019**. Brasília: BCB, 2019.

BRASIL, Banco Central do. **Relatório de Economia Bancária - 2023**. Brasília: BCB, 2023.

BRASIL, Banco Central do. **Relatório de Economia Bancária e Crédito – 2003: Avaliação de 4 Anos do Projeto Juros e Spread Bancário**. Brasília: Banco Central do Brasil, 2004.

BRASIL, Banco Central do. **Relatório de Economia Bancária e Crédito - 2008**. Brasília: BCB, 2008.

BRASIL, Banco Central do. **Relatório de Economia Bancária e Crédito - 2011**. Brasília: BCB, 2011.

CABALLERO, Ricardo J; HOSHI, Takeo; KASHYAP, Anil K. Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan. **American Economic Review**, v. 98, n. 5, p. 1943–1977, 2008. Disponível em: <<https://pubs.aeaweb.org/doi/10.1257/aer.98.5.1943>>. Acesso em: 2 jan. 2026.

CASTELAR, Armando. **Judiciário E Economia No Brasil**. Rio de Janeiro: Centro Edelstein De Pesquisas Sociais, 2009.

CAVALLI, Cássio. **Brazilian provisions on DIP Financing fail the market test**. Agenda Recuperacional. Disponível em: <<https://www.>

agendarecuperacional.com.br/brazilian-provisions-on-dip-financing-fail-the-market-test/>. Acesso em: 7 jan. 2026.

COASE, Ronald H. The Problem of Social Cost. **The Journal of Law and Economics**, v. 3, p. 1–44, 1960. Disponível em: <<https://www.journals.uchicago.edu/doi/10.1086/466560>>. Acesso em: 19 abr. 2022.

COOTER, Robert; SCHÄFER, Hans-Bernd. **Solomon's Knot: How Law can end the Poverty of Nations**. Princeton: Princeton University Press, 2012. (Kauffman Foundation Series on Innovation and Entrepreneurship).

COSTA DA SILVA, Napoleão Luiz; PONTUAL, Eduardo; BRITO, Ricardo Dias. Mercado de Crédito: Propostas para Reduzir Custo e Ampliar o Acesso de Financiamento às Empresas Brasileiras. In: SILVA FILHO, Edison Benedito Da; OLIVEIRA, João Maria De; ARAÚJO, Bruno Cesar Pino Oliveira De (Orgs.). **Eficiência produtiva : análise e proposições para aumentar a produtividade no Brasil**. Brasília: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea), 2022. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.38116/978-65-5635-061-5/capitulo4>>. Acesso em: 2 jan. 2026.

DJANKOV, Simeon; MCLIESH, Caralee; SHLEIFER, Andrei. **Private Credit in 129 Countries**. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2005. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w11078.pdf>>. Acesso em: 7 jan. 2026.

EASTERBROOK, Frank H.; FISCHER, Daniel R. **The Economic Structure of Corporate Law**. 1. Harvard Univ. Press paperback ed. 1996, digitally repr. Cambridge, Mass.: Harvard Univ. Press, 1991.

FERRANTE, Fabio Caparroz. **O financiamento do devedor durante a recuperação judicial sob a ótica da função social da empresa**. Dissertação, IDP, São Paulo, 2022.

GENNAIOLI, Nicola; ROSSI, Stefano. Judicial Discretion in Corporate Bankruptcy. **Review of Financial Studies**, v. 23, n. 11, p. 4078–4114, 2010. Disponível em: <<https://academic.oup.com/rfs/article-lookup/doi/10.1093/rfs/hhq079>>. Acesso em: 7 fev. 2026.

GENNAIOLI, Nicola; ROSSI, Stefano. Judicial Discretion in Corporate Bankruptcy. **Review of Financial Studies**, v. 23, n. 11, p. 4078–4114, 2010. Disponível em: <<https://academic.oup.com/rfs/article-lookup/doi/10.1093/rfs/hhq079>>. Acesso em: 8 fev. 2026.

GRANZOTTO, Alberto; SONZA, Igor Bernardi; KIRCH, Guilherme; *et al.* Brazil: The Heart of the ‘Zombie’ Economy in Emerging Markets. **Brazilian Review of Finance**, v. 23, n. 1, 2025.

HOOVER, Kevin D. Microfoundational Programs. In: DUARTE, Pedro Garcia; LIMA, Gilberto Tadeu (Orgs.). **Microfoundations Reconsidered: the Relationship of Micro and Macroeconomics in Historical Perspective**. Cheltenham, U.K: Edward Elgar, 2012, p. 19–61.

HOTCHKISS, Edith Shwalb. Postbankruptcy Performance and Management Turnover. **The Journal of Finance**, v. 50, n. 1, p. 3–21, 1995. Disponível em: <<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05165.x>>. Acesso em: 7 fev. 2026.

JACKSON, Thomas H. **The Logic and Limits of Bankruptcy Law**. Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1986.

KEYNES, J. M. The General Theory of Employment. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 51, n. 2, p. 209, 1937. Disponível em: <<https://academic.oup.com/qje/article-lookup/doi/10.2307/1882087>>. Acesso em: 3 jan. 2026.

KEYNES, John Maynard. **A Treatise on Money, Volume II - The Applied Theory of Money**. New York: Harcourt, Brace and Company, 1930. 2v.

KNIGHT, Frank H. **Risk, Uncertainty and Profit**. Boston: Houghton Mifflin, 1921.

KYDLAND, Finn E.; PRESCOTT, Edward C. Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. **Journal of Political Economy**, v. 85, n. 3, p. 473–492, 1977.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; *et al.* Law and Finance. **Journal of Political Economy**, v. 106, n. 6, p. 1113–1155, 1998. Disponível em: <<https://www.journals.uchicago.edu/doi/10.1086/250042>>. Acesso em: 1 mar. 2023.

LEE, Jiwon; SCHOENHERR, David; STARMANS, Jan. **The Economics of Legal Uncertainty**. Brussels: European Corporate Governance Institute, 2026.

LUCAS E., Robert Jr. Econometric Policy Evaluation: A Critique. In: BRUNNER, K.; MELTZER, A. (Orgs.). **The Phillips Curve and Labor Markets**. New York: North-Holland, 1976, v. 1. (Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy).

LUZ, Guilherme Gomes. **Decompondo o Spread Bancário: uma Abordagem Estrutural**. Rio de Janeiro: PUC-Rio/Ambima, 2023.

NORTH, Douglass C. **Institutions, Institutional Change and Economic Performance**. 26th pr. Cambridge: Cambridge Univ. Press, 2008.

OCDE. **Measuring distortions in international markets: Below-market finance**. Paris: OCDE Publishing, 2021. (OECD Trade Policy Papers). Disponível em: <https://www.oecd.org/en/publications/measuring-distortions-in-international-markets-below-market-finance_a1a5aa8a-en.html>. Acesso em: 7 fev. 2026.

OREIRO, José Luís Da Costa; PAULA, Luiz Fernando De; SILVA, Guilherme Jonas Costa Da; *et al.* Determinantes Macroeconômicos do Spread Bancário no Brasil: Teoria e Evidência recente. **Economia**

Aplicada, v. 10, n. 4, p. 609–634, 2006. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1413-80502006000400007&lng=pt&nrm=iso&tlng=pt>. Acesso em: 5 jan. 2026.

PARGENDLER, Mariana; SALAMA, Bruno Meyerhof. Direito e Consequência no Brasil: em Busca de um Discurso sobre o Método. **Revista de Direito Administrativo**, v. 262, p. 95–144, 2013. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rda/article/view/8901>>. Acesso em: 28 nov. 2022.

PIMENTA, Eduardo Goulart. **Direito, Economia E Crise Da Empresa**. 3. ed. Belo Horizonte: Expert Editora, 2024. Disponível em: <<https://experteditora.com.br/direito-economia-e-crise-da-empresa/>>. Acesso em: 28 jan. 2026.

PINHEIRO, Armando Castelar. IV – O Componente Judicial dos Spreads Bancários. In: **Economia Bancária e Crédito – Avaliação de 4 Anos do Projeto Juros e Spread Bancário**. Brasília: Banco Central do Brasil, 2004.

PORTO GARCIA, Rodrigo Saraiva. O Credit Bidding e a Venda de Ativos na Recuperação Judicial. In: PATELLA, Laura Amaral; DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro; BECUE, Sabrina Maria Fadel (Orgs.). **Estudos sobre a Reforma da Lei 11.101/2005**. Belo Horizonte: Expert Editora, 2022, p. 423–464.

ROCCA, Carlos Antonio. **Financiamento do Investimento no Brasil e o Papel do Mercado de Capitais**. São Paulo: IEDI, 2018.

SALAMA, Bruno Meyerhof. Spread bancário e Enforcement Contratual: Hipótese de Causalidade Reversa e Evidência Empírica. **Revista Brasileira de Economia**, v. 71, n. 1, 2017. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rbe/article/view/65543>>. Acesso em: 5 jan. 2026.

SCHAPIRO, Mario Gomes; PEREIRA, Saylon Alves. Um palacete assobradado: a coexistência entre organizações estatais e instituições de mercado no financiamento habitacional brasileiro. **Revista Direito GV**, v. 15, n. 3, p. 1–36, 2019. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1808-24322019000300210&tlng=pt>. Acesso em: 2 jan. 2026.

SCHUMPETER, Joseph A. **Capitalism, Socialism and Democracy**. London: Routledge, 2005.

SCHWARTZ, Alan. Security Interests and Bankruptcy Priorities: A Review of Current Theories. **The Journal of Legal Studies**, v. 10, n. 1, p. 1–37, 1981. Disponível em: <<https://www.journals.uchicago.edu/doi/10.1086/467669>>. Acesso em: 6 jan. 2026.

STF. Ação Direta de Inconstitucionalidade nº 3.934/DF.

STF. AgRg no Conflito de Competência nº 129.079/SP.

STIGLITZ, Joseph; WEISS, Andrew. Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. **American Economic Review**, v. 71, n. 3, p. 393–410, 1981.

UNITED NATIONS COMMISSION ON INTERNATIONAL TRADE LAW (Org.). **UNCITRAL Legislative Guide on Insolvency Law - Parts One and Two**. New York: United Nations, 2005.

WHITE, Michelle J. The Corporate Bankruptcy Decision. **Journal of Economic Perspectives**, v. 3, n. 2, p. 129–151, 1989.

WILLIAMSON, Oliver E. **The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting**. 1. Free Press paperback edition. London: Macmillan, 1987.

WORLD BANK. **Doing Business 2020: Comparing Business Regulation in 190 Economies**. Washington, DC: World Bank, 2020. Disponível em: <<https://hdl.handle.net/10986/32436>>. Acesso em: 2 jan. 2026.

WORLD BANK. **Doing Business 2020: Economy Profile of Brazil**. Wahington, DC: World Bank, 2020.

ZYLBERSZTAJN, Décio; SZTAJN, Rachel. **Direito e Economia: Análise Econômica do Direito e das Organizações**. 6^a. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

**A RACIONALIDADE ECONÔMICA COMO CRITÉRIO
DE INTERPRETAÇÃO CONTRATUAL: CONTEÚDO,
ÂMBITO DE INCIDÊNCIA E APLICAÇÃO DO
ART. 113, §1º, V, DO CÓDIGO CIVIL**

***ECONOMIC RATIONALITY AS A CRITERION FOR THE
INTERPRETATION OF CONTRACTS: CONTENT, SCOPE, AND
APPLICATION OF ARTICLE 113, §1º, V, OF THE CIVIL CODE***

Giovanni Martins Morroni (Universidade de São Paulo)²⁴⁶

Resumo: O presente artigo trata do critério da racionalidade econômica, introduzido no art. 113, §1º, V, do Código Civil pela Lei da Liberdade Econômica, como parâmetro de interpretação contratual. Inicialmente, contextualiza a edição da Medida Provisória n. 881, convertida na Lei n. 13.874/2019, apresentando seus objetivos declarados e o debate doutrinário acerca de sua efetiva inovação e constitucionalidade. Em seguida, analisa o conteúdo do dispositivo, identificando as correntes doutrinárias sobre o significado da expressão “racionalidade econômica”. Examina, ainda, o âmbito de incidência da norma, especialmente se sua aplicação deve restringir-se aos contratos empresariais ou se pode estender-se a outras modalidades de negócios jurídicos. Por fim, apresenta panorama jurisprudencial acerca da aplicação prática desse critério pelos tribunais, avaliando seus impactos na segurança jurídica e os potenciais riscos de arbitrariedade judicial.

Palavras-chave: Interpretação contratual. Interpretação dos negócios jurídicos. Lei da Liberdade Econômica. Critérios de interpretação contratual. Racionalidade econômica.

Abstract: This article examines the criterion of economic rationality, introduced in Article 113, §1º, V, of the Civil Code by the

246 Bacharel em Direito pela Faculdade de Direito da USP (2025). Advogado da área de Pesquisa do escritório BMA Advogados.

Economic Freedom Act, as a parameter for contractual interpretation. It first contextualizes the enactment of Provisional Measure No. 881, later converted into Law No. 13,874/2019, presenting its declared objectives and the doctrinal debate regarding its effective innovation and constitutionality. Then, it analyzes the content of the provision, identifying the doctrinal approaches regarding the meaning of the expression “economic rationality”. It also examines the scope of the rule’s application, particularly whether its application should be limited to commercial contracts or extended to other types of legal transactions. Finally, the article provides an overview of case law concerning the practical application of this criterion by the courts, assessing its impact on legal certainty and the potential risks of judicial arbitrariness.

Keywords: Interpretation of the contract. Interpretation of legal transactions. Economic Freedom Act. Criterion for the interpretation of contracts. Economic rationality.

Sumário: 1. Introdução. 2. Medida Provisória n. 881 e Lei da Liberdade Econômica. 3. Conteúdo. 4. Âmbito de incidência. 5. Panorama jurisprudencial. 6. Conclusão.

1. INTRODUÇÃO

O Código Civil (“CC/02”) foi um dos diplomas legais alterados pela Lei da Liberdade Econômica, tendo sofrido modificações em diversas matérias. No campo dos negócios jurídicos e dos contratos, uma das alterações incidiu sobre o regime da interpretação, com a inclusão dos §§ 1º e 2º ao art. 113, que estabeleceram critérios de interpretação negocial, somando-se às regras que já constavam na redação original do dispositivo. A norma passou a contar com a seguinte redação:

Art. 113. Os negócios jurídicos devem ser interpretados conforme a boa-fé e os usos do lugar de sua celebração.

§ 1º A interpretação do negócio jurídico deve lhe atribuir o sentido que:

I - for confirmado pelo comportamento das partes posterior à celebração do negócio;

II - corresponder aos usos, costumes e práticas do mercado relativas ao tipo de negócio;

III - corresponder à boa-fé;

IV - for mais benéfico à parte que não redigiu o dispositivo, se identificável; e

V - corresponder a qual seria a razoável negociação das partes sobre a questão discutida, inferida das demais disposições do negócio e da racionalidade econômica das partes, consideradas as informações disponíveis no momento de sua celebração.

§ 2º As partes poderão livremente pactuar regras de interpretação, de preenchimento de lacunas e de integração dos negócios jurídicos diversas daquelas previstas em lei.

A interpretação dos negócios jurídicos, especialmente dos contratos, constitui um tema relevante do direito civil contemporâneo, em razão do elevado número de disputas fundadas em divergências interpretativas. Nesse contexto, a existência de critérios hermenêuticos que orientem o intérprete na tarefa de extrair sentido dos contratos revela-se essencial para a dinâmica do direito privado como um todo. Não por acaso, Miguel Reale definiu o artigo 113 como o “artigo-chave” do Código Civil de 2002, por sintetizar diretrizes válidas para todo o sistema²⁴⁷.

Uma das regras de interpretação introduzidas pela Lei n. 13.874/2019 que mais chama atenção, tanto pela forma como foi redigida, quanto pela pluralidade de critérios nela condensados, é a prevista no art. 113, §1º, V, do CC/02. O dispositivo orienta o intérprete do negócio jurídico a levar em conta aspectos como a “razoável negociação das partes”, as “demais disposições do negócio” e as

247 REALE, Miguel. Um artigo-chave do Código Civil. **Migalhas**, 24 jun. 2003. Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/depeso/2119/um-artigo-chave-do-codigo-civil>.

“informações disponíveis no momento de sua celebração”. Dentre esses múltiplos critérios, destaca-se a referência à “racionalidade econômica das partes”.

O presente estudo se concentrou especificamente nessa regra de interpretação, com o objetivo de compreender qual o sentido que a doutrina e os tribunais brasileiros atribuem à expressão “racionalidade econômica”.

Para isso, realizou-se uma revisão bibliográfica, a fim de examinar o tratamento conferido pela doutrina nacional ao critério da racionalidade econômica, sob duas perspectivas: seu conteúdo e seu âmbito de incidência. Paralelamente, foi feita uma pesquisa jurisprudencial, a fim de identificar de que forma a racionalidade econômica vem sendo efetivamente aplicada, na prática, como critério de interpretação do negócio jurídico.

Optou-se por delimitar materialmente a coleta jurisprudencial, selecionando apenas os julgados que efetivamente aplicaram o critério da racionalidade econômica como fundamento da decisão, sem incluir aqueles que meramente mencionam o dispositivo de forma incidental.

Para a coleta dos julgados, realizou-se uma busca nos sítios eletrônicos do Superior Tribunal de Justiça (“STJ”) e do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo (“TJSP”), na qual foram combinadas, no campo Ementa, as expressões “racionalidade econômica” E “113”; “racionalidade econômica” E “interpretação”. No sítio eletrônico do STJ, utilizou-se ainda a referência ao art. 113, §1º, V, do CC/02, no campo Legislação. A busca considerou o período compreendido entre 20 de setembro de 2019 e 17 de agosto de 2025.

É importante salientar que a pesquisa jurisprudencial realizada não teve caráter exaustivo. Os parâmetros de busca empregados, embora amplos, não esgotam todas as possibilidades de levantamento de precedentes sobre o tema. É evidente que, quanto mais variados e abrangentes os critérios de pesquisa, maior será a precisão na captação da realidade prática dos tribunais. No entanto, diante das limitações deste artigo, optou-se por restringir a análise aos julgados posteriores à promulgação da Lei da Liberdade Econômica que efetivamente

recorreram à racionalidade econômica para interpretar o contrato, de modo a garantir a viabilidade da análise.

Buscou-se, a partir dessa metodologia, responder à questão central deste artigo: há um entendimento predominante sobre qual o sentido conferido ao critério interpretativo da racionalidade econômica das partes? A resposta a esse questionamento, conforme será demonstrado ao longo deste artigo, é negativa, o que leva, em última análise, à insegurança jurídica.

Tal insegurança manifesta-se em dois aspectos: de um lado, na pluralidade de sentidos atribuídos à mesma expressão, comprometendo a inteligibilidade da norma e abrindo margem para sua aplicação discricionária pelo intérprete; de outro, no risco de se desvirtuar a natureza interpretativa da regra, transformando-a em um instrumento de revisão contratual.

2. MEDIDA PROVISÓRIA N. 881 E LEI DA LIBERDADE ECONÔMICA

A Medida Provisória n. 881, posteriormente convertida na Lei n. 13.874/2019, foi editada com o propósito de assegurar a livre iniciativa, desburocratizar a atividade econômica, reduzir a intervenção estatal e reforçar a liberdade contratual.

A Lei n. 13.874/2019, também chamada “Lei da Liberdade Econômica”, instituiu a “Declaração de Direitos de Liberdade Econômica” e estabeleceu garantias à livre iniciativa e ao livre mercado. O art. 1º da Lei n. 13.874/2019 assim dispõe:

Art. 1º Fica instituída a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica, que estabelece normas de proteção à livre iniciativa e ao livre exercício de atividade econômica e disposições sobre a atuação do Estado como agente normativo e regulador, nos termos do inciso IV do caput do art. 1º, do parágrafo único do art. 170 e do caput do art. 174 da Constituição Federal

Parte da doutrina critica a falta de inovação do referido texto legal. Segundo Eduardo Nunes de Souza:

Como prontamente lembrou a doutrina, quem declarou a liberdade como direito fundamental na ordem jurídica brasileira foi a Constituição de 1988, que estipulou, em seu art. 170, os princípios fundantes da ordem econômica. Causa estranheza, assim, uma suposta declaração de direitos feita não apenas neste momento da História mas, mais ainda, por lei ordinária ou, pior, pela Medida Provisória 881/2019, que a antecedeu (sem sequer evidenciar a urgência que autorizaria a edição dessa espécie normativa)²⁴⁸.

O autor reforça que a Medida Provisória n. 881 surgiu em um contexto de extrema polarização política, em que se difundia a ideia de que as liberdades individuais corriam risco de serem podadas. Ele conclui que não houve de fato uma inovação do legislador ao declarar a liberdade privada como princípio da ordem econômica; pelo contrário, defende que tal declaração já havia sido consolidada na promulgação da Constituição Federal²⁴⁹.

248 SOUZA, Eduardo Nunes de. Lei da Liberdade Econômica e seu desprestígio à autonomia privada no Direito Contratual brasileiro. **Migalhas**, Coluna Migalhas Patrimoniais, 16 abr. 2020. Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/coluna/migalhas-patrimoniais/324733/lei-da-liberdade-economica-e-seu-desprestigio-a-autonomia-privada-no-direito-contratual-brasileiro>

249 No mesmo sentido, o professor Eduardo Tomasevicius Filho dispõe que o objeto da Declaração de Direitos de Liberdade Econômica “pouco se acrescenta ao que já está verdadeiramente declarado e garantido no art. 170 da Constituição Federal” (TOMASEVICIUS FILHO, Eduardo. A tal “lei da liberdade econômica”. **Revista da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo**, [S.l.], v. 144, p. 106, jan./dez. 2019). Assim também entende Érica Gorga, para quem a Lei da Liberdade Econômica acaba “chovendo no molhado ao proclamar princípios e direitos que já estavam garantidos nos princípios gerais da atividade econômica previstos na Constituição Federal” (GORGA, Érica. Direito e economia na Lei da Liberdade Econômica. In: MARTINS-COSTA, Judith; NITSCHKE, Guilherme Carneiro Monteiro (coords.). **Direito privado na lei da liberdade econômica**: comentários. São Paulo: Almedina, 2022, p. 52).

Os apontamentos feitos pela doutrina em relação à falta de inovação da Lei da Liberdade Econômica não se limitam às disposições atinentes à Declaração de Direitos, mas se estendem também às modificações nos diplomas legais proporcionadas pela Lei. Nesse contexto, as modificações no regime da interpretação dos negócios jurídicos igualmente têm sido objeto de críticas.

Judith Martins-Costa e Guilherme Nitschke, ao comentarem a aplicabilidade e a eficácia da Lei da Liberdade Econômica como um todo, se referem a alguns de seus dispositivos (dentre eles, os §§1º e 2º do art. 113 do Código Civil) como “regras pleonásticas”, que carecem de inovação²⁵⁰. Já Gustavo Tepedino e Laís Cavalcanti dispõem que “as inserções promovidas pela Lei nº. 13.874/2019 não acrescentam parâmetros verdadeiramente úteis para a interpretação dos negócios jurídicos”²⁵¹.

Uma redundância concreta apontada pela doutrina²⁵² é a inserção dos incisos II e III do §1º do art. 113, que colocam os usos, costumes

250 “Há, primeiro, aquelas regras pleonásticas, que em nada inovam ou que plasmam mero flatus vocis (e.g. arts. 2º, 3º, incisos II, ‘b’, III, V, VI e VIII da LLE, 49-A, 113 §§1º e 2º, 421, Parágrafo Único, e 421-A do Código Civil). Quanto a estas não há maior indagação de direito intertemporal, uma vez que, no máximo, consolidam o que antes já era regra, ainda que não legislada, ou, no mínimo, configuram ‘lei interpretativa’ do que antes já se tinha” (MARTINS-COSTA, Judith; NITSCHKE, Guilherme Carneiro Monteiro. Origem e eficácia da Lei da Liberdade Econômica. In: MARTINS-COSTA, Judith; NITSCHKE, Guilherme Carneiro Monteiro (coords.). **Direito privado na lei da liberdade econômica: comentários**. São Paulo: Almedina, 2022, p. 40).

251 TEPEDINO, Gustavo; CAVALCANTI, Laís. Notas sobre as alterações promovidas pela Lei nº. 13.874/2019 nos artigos 50, 113 e 421 do Código Civil. In: SALOMÃO, Luis Felipe; CUEVA, Ricardo Villas Bôas; FRAZÃO, Ana (coords.). **Lei de Liberdade Econômica e seus impactos no direito brasileiro**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020, p. 500.

252 Em relação a ambos os incisos: “b) corresponder aos usos, costumes e práticas do mercado relativas ao tipo de negócio, o que já está previsto no caput do comando, pela valorização das regras de tráfico; c) corresponder à boa-fé, o que igualmente já se retira da norma anterior; (...)

Parece-me que as previsões relativas às letras b e c ficaram sem sentido, após a retirada da aplicação restrita aos negócios empresariais” (Flávio Tartuce. **Direito civil**. 21. ed., rev., atual. e ampl. Rio de Janeiro: Forense, 2025. Livro em formato digital não paginado, capítulo 6, item 6.3.2.2. v. 1.). No mesmo sentido: PAULA, Marcos de Souza. Da boa-fé objetiva à presunção de boa-fé: reflexos sobre a interpretação do negócio jurídico a partir da Lei de Liberdade Econômica. In: SOUZA, Eduardo Nunes

e práticas do mercado e a boa-fé como critérios de interpretação dos negócios jurídicos, sendo que o *caput* do próprio artigo 113, antes da alteração legislativa, já previa que: “[o]s negócios jurídicos devem ser interpretados conforme a boa-fé e os usos do lugar de sua celebração”.

Há, ainda, quem aponte que, para além das fragilidades quanto à efetiva inovação normativa, a Lei da Liberdade Econômica apresenta deficiências ainda mais graves. Nesse sentido, Gilberto Bercovici dispõe que “a Lei nº 13.874/2019 contém inúmeros dispositivos inconstitucionais, sem relevância concreta, inócuos e com claro viés ideológico, ademais de apresentar técnica legislativa deficiente, com falta de clareza e concisão”²⁵³.

Por outro lado, parcela da doutrina sustenta que as alterações promovidas pela Lei da Liberdade Econômica no regime contratual foram relevantes e efetivas. Maurício Bunazar defende que as mudanças introduzidas pela Lei aos contratos “autorizam que se reconheça a existência de um novo regime jurídico contratual, sensivelmente

de; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz; OLIVA, Milena Donato (coords.). **O Código Civil após a Lei da Liberdade Econômica**. Rio de Janeiro: Processo, 2023, p. 15-16.

Em relação especificamente ao inciso II: “Em primeiro lugar, ela é tautológica. Afinal, dizer que os ‘negócios jurídicos devem ser interpretados conforme [...] os usos’ (caput) evidentemente é o mesmo que dizer que ‘a interpretação do negócio jurídico deve lhe atribuir o sentido que’ (parágrafo primeiro) [...] ‘corresponder aos usos’ (inciso II).” (COMIRAN, Giovana Cunha. In: MARTINS-COSTA, Judith; NITSCHKE, Guilherme Carneiro Monteiro (coords.). **Direito privado na lei da liberdade econômica: comentários**. São Paulo: Almedina, 2022, p. 436).

Em relação especificamente ao inciso III: “O inciso III, incidindo em tautologia, determina que a interpretação do negócio jurídico deve ‘corresponder à boa-fé.’” (TEPEDINO, Gustavo; OLIVA, Milena Donato. **Fundamentos de Direito Civil**. 4. ed., rev., atual. e ampl. Rio de Janeiro: Forense, 2023, v. 1, p. 284); “(...) Excetuada a tautologia da referência à boa-fé no inciso III do § 1º, repetindo o que já consta no caput” (MIRAGEM, Bruno. **Teoria Geral do Direito Civil**. Rio de Janeiro: Forense, 2021. Livro em formato digital não paginado, capítulo 12, item 7). No mesmo sentido: GEDIEL, José Antônio Peres; CORRÊA, Adriana Espíndola; KROETZ, Maria Cândida do Amaral. Interpretações – art. 113 do Código Civil. In: MARQUES NETO, Flóridio de Azevedo; RODRIGUES JR., Otávio Luiz; LEONARDO, Rodrigo Xavier (orgs.). **Comentários à Lei da Liberdade Econômica: Lei 13.874/2019**. São Paulo: Thomson Reuters, 2019, p. 346-347).

253 BERCOVICI, Gilberto. As inconstitucionalidades da “Lei da Liberdade Econômica” (Lei nº 13.874/2019, de 20 de setembro de 2019). In: SALOMÃO, Luís Felipe; CUEVA, Ricardo Villas Bôas; FRAZÃO, Ana (coords.). **Lei de Liberdade Econômica e seus impactos no direito brasileiro**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020, p. 149.

diverso do que até então vigorava”²⁵⁴. Já Roberto Pfeiffer manifestase de forma favorável às modificações no âmbito contratual, ao sustentar que elas “trazem maior segurança jurídica para as relações empresariais e civis paritárias”²⁵⁵.

A segurança jurídica, inclusive, é um dos argumentos apresentados pelos legisladores para justificar a relevância e urgência da Medida Provisória n. 881²⁵⁶.

A seguir, será examinada a regra interpretativa prevista no art. 113, §1º, V, do Código Civil (especificamente quanto a expressão “racionalidade econômica”), a fim de verificar se sua inclusão pela Lei da Liberdade Econômica efetivamente cumpre o propósito, anunciado na Exposição de Motivos, de reforçar a segurança jurídica nas relações privadas.

3. CONTEÚDO

Para alguns, a expressão “racionalidade econômica” pode ser entendida como um *conceito indeterminado*²⁵⁷; para outros, deve ser tratada como uma *cláusula geral*, dada a sua “significativa fluidez e indeterminação”²⁵⁸.

254 BUNAZAR, Maurício. A declaração de direitos da liberdade econômica e seus impactos no regime jurídico do contrato de direito comum. **Revista Brasileira de Direito Contratual**, Porto Alegre, a. 1, n. 1, out./dez. 2019, p. 37.

255 PFEIFFER, Roberto Augusto Castellanos. Lei da Liberdade Econômica é bem vinda, mas não aplicável às relações de consumo. **Consultor Jurídico**, 30 dez. 2019. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2019-dez-30/direito-civil-atual-lei-liberdade-economica-bem-vinda/>.

256 BRASIL. Exposição de Motivos n. 00083/2019 ME/AGU/MJSP da MP n. 881, de 30 de abril de 2019, que institui a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica, estabelece garantias de livre mercado, análise de impacto regulatório, e dá outras providências. Portal da Câmara dos Deputados, 11 de abril de 2019. Disponível em: <https://www2.camara.leg.br/legin/fed/medpro/2019/medidaprovisoria-881-30-abril-2019-788037-exposicaodemotivos-157846-pe.html>. Acesso em 06 de janeiro de 2026.

257 NALIN, Paulo; PAVAN, Vitor Ottoboni. A racionalidade econômica das partes na interpretação dos negócios jurídicos contratuais: direções preliminares. **Revista Brasileira de Direito Contratual**, Porto Alegre, a. 2, n. 7, abr./jun. 2021, pp. 31-32.

258 TAVORA, Rodrigo de Almeida. Razoável negociação e racionalidade econômica das partes como critérios hermenêuticos. In: SOUZA, Eduardo Nunes de; GUEDES,

Fato é que o referido critério não corresponde à terminologia tradicional da cultura jurídica brasileira²⁵⁹. Trata-se, segundo alguns autores, de produto proveniente da interação entre o direito e a economia, a chamada análise econômica do direito^{260,261}. Anota-se que os aspectos da “racionalidade econômica” relativos exclusivamente ao campo da Economia não se enquadram no escopo desta pesquisa, de modo que não serão aqui aprofundados.

Examinando o conjunto de considerações teóricas sobre o conteúdo jurídico do critério interpretativo da racionalidade econômica, percebe-se quatro correntes distintas. São elas: (i) finalidade; (ii) equilíbrio-econômico do contrato; (iii) alocação de riscos; e (iv) racionalidade das partes.

A primeira corrente relaciona a racionalidade econômica à noção de *finalidade* do negócio jurídico.

A visão finalística do contrato não é exatamente nova na doutrina. Muitos autores já se propuseram a analisar o tema – ainda

Gisela Sampaio da Cruz; OLIVA, Milena Donato (coords.). **O Código Civil após a Lei da Liberdade Econômica**. Rio de Janeiro: Processo, 2023, p. 168.

259 GEDIEL, José Antônio Peres; CORRÊA, Adriana Espíndola. Interpretações – art. 113 do Código Civil. In: MARQUES NETO, Floriano de Azevedo; RODRIGUES JR., Otavio Luiz; LEONARDO, Rodrigo Xavier (orgs.). **Comentários à Lei da Liberdade Econômica**: Lei 13.874/2019. São Paulo: Thomson Reuters, 2019, p. 356.

260 KONDER, Carlos Nelson; OLIVEIRA, Williana Nayara Carvalho de. A interpretação dos negócios jurídicos a partir da Lei de Liberdade Econômica. **Revista Fórum de Direito Civil**, Belo Horizonte, a. 9, n. 25, set./dez. 2020, p. 26; NITSCHKE, Guilherme Carneiro Monteiro. Colmatação de lacunas contratuais: insuficiências do Código Civil, deficiências da Lei da Liberdade Econômica e o trabalho de doutrina. In: BARBOSA, Henrique; SILVA, Jorge Cesa Ferreira da (coords.). **A evolução do direito empresarial e obrigacional**: os 18 anos do Código Civil. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 371.

261 Mesmo entre os economistas, observa-se uma dificuldade em atribuir um sentido consensual para a expressão racionalidade econômica. *Vide* PINHO, Diva Benevides. A racionalidade econômica – abordagem histórica. **Revista de História**, São Paulo, v. 54, n. 107, 2023, pp. 173-188; TAVORA, Rodrigo de Almeida. Razoável negociação e racionalidade econômica das partes como critérios hermenêuticos. In: SOUZA, Eduardo Nunes de; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz; OLIVA, Milena Donato (coords.). **O Código Civil após a Lei da Liberdade Econômica**. Rio de Janeiro: Processo, 2023, p. 162; RAMOS, André Luiz Arnt; CATALAN, Marcos Jorge. A interpretação dos contratos à luz da Lei da Liberdade Econômica: por ora, Hermes nada de novo tem a dizer. *Civilistica*, Rio de Janeiro, a. 10, n. 1, 2021, pp. 15-18.

que utilizando diferentes terminologias²⁶², como, por exemplo, “causa”, “fim econômico”, “finalidade” –, inclusive do ponto de vista hermenêutico²⁶³.

Sabe-se, a partir de uma compreensão instrumental do contrato, que ele não existe de maneira autônoma e abstrata; pelo contrário, o contrato “vincula-se concretamente a uma operação econômica que lhe é subjacente”²⁶⁴. Nessa linha, Enzo Roppo o define como a veste jurídico-formal de operações econômicas²⁶⁵. Esse vínculo se manifesta na própria relação obrigacional, que conta com “indispensável fenômeno de colaboração econômica, constituída por vínculo transitório orientado à satisfação do concreto interesse das partes”²⁶⁶.

É justamente dessa percepção da conexão entre o contrato e a operação econômica sob uma lógica funcional que parte da doutrina parece extrair o significado de racionalidade econômica.

Para Judith Martins-Costa, a racionalidade econômica deve ser considerada “em vista dos *finis* aos quais voltado o concreto negócio

262 Embora expressões como “fim”, “finalidade” e “causa” possuam concepções distintas dadas pela doutrina, serão tratadas nesse trabalho como conceitos similares. Para maiores detalhes sobre a diferença entre causa e fim negocial no âmbito hermenêutico, *vide* MARINO, Francisco Paulo de Crescenzo. **Interpretação do negócio jurídico**. São Paulo: Saraiva, 2011, pp. 120-127.

263 Conforme assinala PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. **Tratado de direito privado**: parte especial. t. 38. Atualizado por Claudia Lima Marques e Bruno Miragem. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012, p. 181. Nos tribunais, um precedente paradigmático, julgado pelo Supremo Tribunal Federal em 1976, ilustra o reconhecimento do *fim econômico* como critério relevante para interpretação contratual. No voto proferido, o Ministro José Carlos Moreira Alves declarou que uma interpretação baseada exclusivamente na literalidade de cláusula contratual violaria o disposto no art. 85 do CC/1916, por desconsiderar “as circunstâncias em que se firmou o contrato, o seu contexto como um todo, o *fim econômico a que ele visava*” (STF, 2ª T., RE n. 78.946/MG, Rel. Min. Thompson Flores, Rel. p/ acórdão Min. José Carlos Moreira Alves, julg. 14.06.1976, DJ 24.09.1976, v.m.).

264 PELA, Juliana Krueger. Risco e contratos empresariais. A aplicação da resolução por onerosidade excessiva. In: SZTAJN, Rachel; SALLES, Marcos Paulo de Almeida; TEIXEIRA, Tarcísio (coords.). **Direito empresarial**: estudos em homenagem ao Professor Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa. São Paulo: IASP, 2015, p. 488.

265 ROPPO, Enzo. **Il contratto**. Bologna: Mulino, 1977, p. 12.

266 GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz; TERRA, Aline de Miranda Valverde. Efeito indenizatório da resolução por inadimplemento. In: GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz; TERRA, Aline de Miranda Valverde (coords.). **Inexecução das obrigações**: pressupostos, evolução e remédios. V. 1, Rio de Janeiro: Processo, 2020, p. 391.

jurídico”²⁶⁷. Eduardo Nunes de Souza a compatibiliza à ideia de *causa*, entendida como a “síntese funcional de interesses objetivamente apreensível do contrato”²⁶⁸. Paula Forgioni vincula a figura à ideia de *função econômica do contrato*²⁶⁹, que, segundo ela, caracteriza-se como a “necessidade econômica que [as partes] buscam objetivamente satisfazer”²⁷⁰.

No campo hermenêutico, essa concepção se vincularia a uma espécie de interpretação teleológica do negócio celebrado²⁷¹.

É importante salientar que interpretar conforme a finalidade não significa conferir ao intérprete a tarefa de investigar as considerações subjetivas dos contratantes²⁷²; pelo contrário, trata-se de apreender a finalidade negocial em sua acepção objetiva, de modo a identificar “a função prático-social, ou econômico-social do negócio”²⁷³.

Destaca-se a lição de Judith Martins-Costa, que, ao comentar o art. 113, §1º, V, do CC/02, pontua que a atividade interpretativa deve “perquirir a racionalidade econômica da operação econômica

267 MARTINS-COSTA, Judith. **A boa-fé no Direito privado**: critérios para a sua aplicação. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2024, p. 526.

268 SOUZA, Eduardo Nunes de. Lei da Liberdade Econômica e seu desprestígio à autonomia privada no Direito Contratual brasileiro. **Migalhas**, Coluna Migalhas Patrimoniais, 16 abr. 2020. Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/coluna/migalhas-patrimoniais/324733/lei-da-liberdade-economica-e-seu-desprestigio-a-autonomia-privada-no-direito-contratual-brasileiro>

269 FORGIONI, Paula A. A interpretação dos negócios jurídicos II – alteração do art. 113 do Código Civil: Art. 7. In: MARQUES NETO, Floriano de Azevedo; RODRIGUES JR., Otavio Luiz; LEONARDO, Rodrigo Xavier (orgs.). **Comentários à Lei da Liberdade Econômica**: Lei 13.874/2019. São Paulo: Thomson Reuters, 2019, p. 383.

270 FORGIONI, Paula A. **Contratos empresariais**: teoria geral e aplicação. 9. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2024, p. 122.

271 Nesse sentido: NITSCHKE, Guilherme Carneiro Monteiro. Comentário ao artigo 113 §§1º e 2º do Código Civil: interpretação contratual a partir da Lei da Liberdade Econômica. In: MARTINS-COSTA, Judith; NITSCHKE, Guilherme Carneiro Monteiro (coords.). **Direito privado na lei da liberdade econômica**: comentários. São Paulo: Almedina, 2022, p. 410; MIRAGEM, Bruno. **Teoria Geral do Direito Civil**. Rio de Janeiro: Forense, 2021, livro em formato digital não paginado, capítulo 12, item 7.

272 KONDER, Carlos Nelson; OLIVEIRA, Williana Nayara Carvalho de. A interpretação dos negócios jurídicos a partir da Lei de Liberdade Econômica. **Revista Fórum de Direito Civil**, Belo Horizonte, a. 9, n. 25, set./dez. 2020, p. 28.

273 AZEVEDO, Antonio Junqueira de. **Negócio jurídico, existência, validade e eficácia**. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 153.

subjacente”²⁷⁴. Em sentido semelhante, Paula Forgioni elucida que “[s] e concebido [o contrato] para determinado fim, não se pode admitir interpretação extensiva que o desvie daquilo que objetiva e socialmente dele se esperava obter – e, portanto, do que as partes efetivamente contrataram”²⁷⁵.

O dispositivo também foi analisado por Nelson Eizirik, no contexto da interpretação de contratos de aquisição de participação societária. O autor entende que, ao valer-se do critério da racionalidade econômica, o intérprete deve investigar “qual o objetivo econômico buscado pelas partes quando realizaram aquele negócio, do qual o contrato constitui a roupagem, o instrumento que o insere no mundo jurídico”²⁷⁶.

Outra corrente analisa a racionalidade econômica a partir da noção de *equilíbrio econômico do contrato*. Busca-se orientar o processo de interpretação visando a vedação de vantagens excessivas ou ônus desproporcionais, de modo a preservar a equivalência da relação contratual²⁷⁷. Há quem sustente, inclusive, que tal interpretação deveria considerar aspectos como eficiência da operação econômica e custos de transação²⁷⁸.

Contudo, alerta-se para o risco da insegurança jurídica que esse entendimento poderia gerar. Compreender o critério da racionalidade econômica como uma expressão do princípio do equilíbrio econômico contratual poderia implicar uma desvirtuação do art. 113, §1º, V, do

274 MARTINS-COSTA, Judith. **A boa-fé no Direito privado**: critérios para a sua aplicação. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2024, p. 526.

275 FORGIONI, Paula A. A interpretação dos negócios jurídicos II – alteração do art. 113 do Código Civil: Art. 7. In: MARQUES NETO, Floriano de Azevedo; RODRIGUES JR., Otavio Luiz; LEONARDO, Rodrigo Xavier (orgs.). **Comentários à Lei da Liberdade Econômica**: Lei 13.874/2019. São Paulo: Thomson Reuters, 2019, p. 384.

276 EIZIRIK, Nelson. **M&A**: regime societário e contratual. São Paulo: Quartier Latin, 2024, p. 347.

277 NALIN, Paulo; PAVAN, Vitor Ottoboni. A racionalidade econômica das partes na interpretação dos negócios jurídicos contratuais: direções preliminares. **Revista Brasileira de Direito Contratual**, Porto Alegre, a. 2, n. 7, abr./jun. 2021, pp. 45-46.

278 MENKE, Fabiano. In: NANNI, Giovanni Ettore (coord.). **Comentários ao Código Civil**: direito privado contemporâneo. 3. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2023, pp. 185-186.

CC/02, abrindo margem para que o intérprete se valesse de uma regra interpretativa para, em determinados casos, buscar efetivamente revisar o conteúdo contratual.

Nessa linha, há autores que parecem considerar a possibilidade do art. 113, §1º, V, do CC/02 ser utilizado para modificar o conteúdo contratual. Ao comentar o dispositivo e caracterizar a racionalidade econômica como uma referência à eficiência contratual e minimização de custos transacionais, consideram, por exemplo, que “[e]m vista da epidemia da Covid-19, pode-se analisar até que ponto um contrato é passível de renegociação ou não, a depender da razoabilidade e da racionalidade econômica das partes”²⁷⁹.

Uma terceira concepção do critério da racionalidade econômica busca relacioná-la à ideia de *alocação de riscos* estabelecida pelos contratantes, que compreende a “objetiva repartição dos riscos e das vantagens esperadas”²⁸⁰. Essa visão, embora tenha pontos de convergência com as correntes da *finalidade* e do *equilíbrio-econômico do contrato*, com elas não se confunde – há autores, inclusive, que sustentam se tratar de uma compatibilização entre as duas figuras²⁸¹.

A alocação de riscos é, em última análise, uma consequência da finalidade do contrato (*i.e.*, da ideia de que ele serve a uma operação econômica). Além disso, a distinção entre alocação de riscos e equilíbrio-econômico do contrato está em que a primeira constitui,

279 BELNOSKI, Alexandra Marilac; DECCACHE, Antonio; WAKSMAN, Muriel; VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc; NETO, Jayme Petra de Mello. Faísca na economia pandêmica: a incapacidade superveniente de prestar. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo, a. 24, v. 91, jan./mar. 2021, p. 168.

280 GEDIEL, José Antônio Peres; CORRÊA, Adriana Espíndola; KROETZ, Maria Cândida do Amaral. Interpretações – art. 113 do Código Civil. In: MARQUES NETO, Floriano de Azevedo; RODRIGUES JR., Otavio Luiz; LEONARDO, Rodrigo Xavier (orgs.). **Comentários à Lei da Liberdade Econômica: Lei 13.874/2019**. São Paulo: Thomson Reuters, 2019, p. 357.

281 GEDIEL, José Antônio Peres; CORRÊA, Adriana Espíndola; KROETZ, Maria Cândida do Amaral. Interpretações – art. 113 do Código Civil. In: MARQUES NETO, Floriano de Azevedo; RODRIGUES JR., Otavio Luiz; LEONARDO, Rodrigo Xavier (orgs.). **Comentários à Lei da Liberdade Econômica: Lei 13.874/2019**. São Paulo: Thomson Reuters, 2019, pp. 356-357.

praticamente, uma forma de concretizar o segundo – que, por sua vez, compreende um conceito principiológico e indeterminado²⁸².

Nessa terceira corrente, a atividade hermenêutica fundamentada no art. 113, §1º, V, do CC/02 não se guiaria por um princípio vago e *externo* ao contrato, mas sim pelo equilíbrio assegurado pela própria declaração de vontade das partes (ou seja, um elemento *interno*), por meio da qual se anteveem os riscos da relação e se define a quem caberá suportar as consequências da eventual materialização desses riscos²⁸³.

As três concepções acima têm um aspecto em comum: todas consideram a racionalidade econômica sob a ótica do contrato em si. Há uma quarta corrente, contudo, que parece virar a lente para a perspectiva da racionalidade *dos contratantes*.

Trata-se de concepção de que a referida regra teria positivado a presunção de que as partes do negócio empresarial seriam *agentes econômicos ativos e probos*, que avaliaram os riscos da operação e se vincularam contratualmente de forma racional²⁸⁴. Essa noção, embora condizente com a literalidade do inciso (que fala em racionalidade econômica *das partes*), é criticada por alguns autores, que sustentam referenciar uma ideia já abandonada na avaliação do standard de conduta das partes contratuais²⁸⁵.

282 Paula Greco Bandeira caracteriza o equilíbrio contratual como “princípio que objetiva garantir a equivalência entre as prestações assumidas pelos contratantes, preservando a corresponsabilidade ou o sinalagma pactuado no decorrer da inteira execução do contrato, de modo a satisfazer os interesses pretendidos por ambos os contratantes com o negócio” (O contrato como instrumento de gestão de riscos e o princípio do equilíbrio contratual. **Revista de Direito Privado**, São Paulo, a. 17, v. 65, jan./mar. 2017, p. 203).

283 PELA, Juliana Krueger. Risco e contratos empresariais. A aplicação da resolução por onerosidade excessiva. In: SZTAJN, Rachel; SALLES, Marcos Paulo de Almeida; TEIXEIRA, Tarcísio (coords.). **Direito empresarial: estudos em homenagem ao Professor Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa**. São Paulo: IASP, 2015, p. 489.

284 FORGIONI, Paula A. A interpretação dos negócios jurídicos II – alteração do art. 113 do Código Civil: Art. 7. In: MARQUES NETO, Floriano de Azevedo; RODRIGUES JR., Otavio Luiz; LEONARDO, Rodrigo Xavier (orgs.). **Comentários à Lei da Liberdade Econômica: Lei 13.874/2019**. São Paulo: Thomson Reuters, 2019, p. 382.

285 KONDER, Carlos Nelson; OLIVEIRA, Williana Nayara Carvalho de. A interpretação dos negócios jurídicos a partir da Lei de Liberdade Econômica. **Revista Fórum de**

Paula Forgioni, que considera esse entendimento no âmbito dos negócios empresariais, alerta que tal corrente não se compatibilizaria com contratos que não fossem paritários e simétricos (para usar a terminologia do art. 421-A do Código Civil²⁸⁶).

A partir dessa breve revisão bibliográfica, identificou-se que a expressão “racionalidade econômica”, como critério de interpretação contratual, é objeto de ao menos quatro compreensões distintas. Essa pluralidade de sentidos evidencia que não há consenso doutrinário sobre seu conteúdo, o que, por sua vez, compromete a clareza e a inteligibilidade da norma e potencializa o risco de insegurança jurídica²⁸⁷.

Prossegue-se para a segunda parte da análise teórica sobre o dispositivo, de modo a investigar qual o âmbito de incidência do critério de interpretação conforme a racionalidade econômica.

4. ÂMBITO DE INCIDÊNCIA

A localização do art. 113, §1º, V no Código Civil faz supor que o critério da racionalidade econômica possa ser aplicado para interpretar quaisquer negócios jurídicos. Entretanto, há quem sustente a incompatibilidade entre esse critério e determinadas espécies de negócios jurídicos.

Rodrigo Xavier Leonardo e Otavio Luiz Rodrigues Jr., por exemplo, entendem que o dispositivo “se baseia em pressuposto que nem sempre é verdadeiro ou que carece de comprovação empírica: a

Direito Civil, Belo Horizonte, a. 9, n. 25, set./dez. 2020, p. 28.

286 Art. 421-A. Os contratos civis e empresariais presumem-se paritários e simétricos até a presença de elementos concretos que justifiquem o afastamento dessa presunção, ressalvados os regimes jurídicos previstos em leis especiais, garantido também que: I - as partes negociantes poderão estabelecer parâmetros objetivos para a interpretação das cláusulas negociais e de seus pressupostos de revisão ou de resolução; II - a alocação de riscos definida pelas partes deve ser respeitada e observada; e III - a revisão contratual somente ocorrerá de maneira excepcional e limitada.

287 ÁVILA, Humberto. **Teoria da segurança jurídica**. 7. ed. São Paulo: JusPodivm, 2025, pp. 366-367.

presunção de que todos os negócios jurídicos são fruto de uma efetiva racionalidade econômica”²⁸⁸.

Carlos Nelson Konder e Williana Carvalho de Oliveira chegam a defender, inclusive, que o referido critério interpretativo seria aplicável de forma exclusiva e limitada aos contratos envolvendo atividade empresarial²⁸⁹. Os autores apontam a inaplicabilidade do critério da racionalidade econômica para interpretar, por exemplo, um acordo feito entre duas irmãs sobre “gestação substituta”²⁹⁰, ou, ainda, um contrato de fiança, na qual um tio aceitar ser garantidor pessoal de seu próprio sobrinho²⁹¹.

Contudo, essa compreensão, que parte da ideia de que a racionalidade econômica seria sinônimo de lógica empresarial e maximização de lucro, pode não ser inteiramente precisa. Tomemos como exemplo os contratos existenciais. Ainda que não orientados pela obtenção de lucro²⁹², não é razoável concluir que eles estejam totalmente desvinculados de qualquer racionalidade econômica.

Na compra da casa própria, por exemplo, o objetivo de adquirir uma residência (muitas vezes motivada por razões subjetivas) não exclui o caráter econômico da relação contratual. De maneira similar, nos contratos de locação residencial, a finalidade principal é assegurar moradia (o que revela um caráter de subsistência); ainda assim, há

288 LEONARDO, Rodrigo Xavier; RODRIGUES JR., Otavio Luiz. A interpretação dos negócios jurídicos na Lei da Liberdade Econômica. In: CUNHA FILHO, Alexandre Jorge Carneiro da; PICCELLI, Roberto Ricomini; Maciel, Renata Mota (coords.). **Lei da Liberdade Econômica anotada**: Lei 13.874, de 2019. V. 2, São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2020, p. 224.

289 KONDER, Carlos Nelson; OLIVEIRA, Williana Nayara Carvalho de. A interpretação dos negócios jurídicos a partir da Lei de Liberdade Econômica. **Revista Fórum de Direito Civil**, Belo Horizonte, a. 9, n. 25, set./dez. 2020, p. 27.

290 KONDER, Carlos Nelson; OLIVEIRA, Williana Nayara Carvalho de. A interpretação dos negócios jurídicos a partir da Lei de Liberdade Econômica. **Revista Fórum de Direito Civil**, Belo Horizonte, a. 9, n. 25, set./dez. 2020, p. 26.

291 KONDER, Carlos Nelson; OLIVEIRA, Williana Nayara Carvalho de. A interpretação dos negócios jurídicos a partir da Lei de Liberdade Econômica. **Revista Fórum de Direito Civil**, Belo Horizonte, a. 9, n. 25, set./dez. 2020, p. 26.

292 GOMES, Orlando. **Contratos**. 26. ed. Atualizado por Antonio Junqueira de Azevedo e Francisco Paulo De Crescenzo Marino. Rio de Janeiro: Forense, 2007, p. 100.

certa dimensão econômica envolvida, ainda que não figure como o eixo central da contratação.

Assim, a incidência do critério da racionalidade econômica não deve ser restrita aos contratos empresariais. Embora se manifeste de forma mais evidente em relações voltadas à atividade lucrativa, também pode servir como critério interpretativo em outras modalidades de negócios jurídicos, que preservam um núcleo de racionalidade econômica, voltado à estabilidade patrimonial ou à organização da vida privada.

Feitas as considerações teóricas, passa-se para a análise do panorama jurisprudencial, de forma a verificar como o critério da racionalidade econômica vêm sendo aplicado, na prática, pelos tribunais.

5. PANORAMA JURISPRUDENCIAL

O primeiro julgado objeto de análise é o *caso da isenção de multa por rescisão de um contrato de locação, na hipótese de ato impeditivo do MEC*²⁹³, apreciado pelo Superior Tribunal de Justiça. Trata-se de julgado paradigmático para elucidar o aspecto objetivo da racionalidade econômica como critério de interpretação do negócio jurídico, orientado pela finalidade do contrato.

Conforme se extrai do conjunto fático presente nos autos, sobre o qual o voto do Ministro Relator se baseou, as partes celebraram contrato de locação de imóvel comercial para a exploração de atividade educacional, como início em 01.04.2004 e término em 30.03.2009. O imóvel teria sido utilizado para funcionamento de curso preparatório para o exame da Ordem dos Advogados do Brasil (“OAB”). O instrumento contratual celebrado entre as partes contava com uma cláusula estipulando multa correspondente a três aluguéis na hipótese de rescisão contratual. A cláusula em questão tinha um

293 STJ, 4ª T., AgInt no AgInt nos EDcl no AREsp n. 1.475.627/SP, Rel. Min. Luis Felipe Salomão, julg. 18.02.2020, DJ 05.03.2020, v.u.

Parágrafo Segundo, que continha a seguinte disposição: “Da mesma forma, o locatário deixará de pagar a multa contratual, caso ocorra o surgimento de algum Decreto expedido pelo Ministério da Educação impeditivo a continuidade da atividade educacional, ou inviável”.

Durante a vigência do contrato, a locatária alegou que houve alterações na política de aplicação do exame da OAB, e que tais mudanças resultaram na inviabilidade de continuação das atividades no imóvel locado. A locadora ajuizou ação monitória, pleiteando a desocupação do imóvel e o pagamento da multa. Uma das justificativas dadas pela locatária em sua defesa foi de que a decisão emitida pela Ordem dos Advogados do Brasil, que promoveu as alterações no exame, levou à impossibilidade de continuidade da atividade educacional, requerendo, dessa forma, a isenção da multa estabelecida no pacto.

Em primeiro grau, o juízo entendeu ser cabível a multa contratual, afastando o entendimento de que o Parágrafo Segundo poderia ser interpretado de forma ampla, abrangendo também a decisão proferida pela OAB que alterou as regras do exame. Em sede de apelação, o Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo deu parcial provimento ao recurso, apenas para majorar o valor da multa devida, porém mantendo o entendimento de afastar a isenção com base na referida cláusula.

Em Agravo de Recurso Especial, o Ministro Luis Felipe Salomão, monocraticamente, negou provimento ao recurso, com fundamento nas Súmulas 5 e 7 do STJ. A locatária interpôs Embargos de Declaração, que foram rejeitados. Interpôs, ainda, Agravo Interno, o qual foi provido, de forma a afastar a condenação da parte locatária ao pagamento da multa. Dessa decisão, a parte locadora recorreu em Agravo Interno, objeto da presente análise.

A controvérsia residiu, portanto, na interpretação a ser dada à cláusula referente à hipótese de isenção da multa pela rescisão contratual. De um lado, a parte locatária defendia uma interpretação ampla do referido dispositivo, enquanto a parte locadora argumentava por uma interpretação restritiva e literal.

O STJ constatou, no caso em tela, que deveria ser realizada uma interpretação do contrato com base nos “fins almejados pelas partes”. Isto porque, segundo o Ministro Relator, o “dispositivo nunca poderia ser aplicado à hipótese vertente, máxime porque um curso preparatório para o exame da OAB não possui qualquer relação com o MEC”. Dessa forma, a Corte aplicou o art. 113, §1º, V, do CC/02 para aferir a finalidade das partes na realização do negócio jurídico.

Em conjunto a esse dispositivo, o Tribunal também invocou o art. 112 do CC/02. A lógica do STJ foi de utilizar o critério da interpretação conforme a racionalidade econômica para orientar a busca pela intenção comum das partes.

No entendimento do Ministro Luis Felipe Salomão, “as partes pretenderam, em verdade, constituir cláusula de isenção de multa por desocupação prévia de imóvel, devendo-se, portanto, realizar, no caso concreto, uma interpretação baseada nos fins almejados na celebração do contrato de locação comercial”.

Destaca-se que a conclusão do STJ foi de que, conforme a finalidade econômica do contrato – que era a de viabilizar a realização de curso preparatório para o exame da OAB, sem nenhuma relação com o Ministério da Educação – os locatários estariam dispensados do pagamento da multa contratual. Assim, conferiu ao critério da racionalidade econômica a função de orientar o intérprete a buscar qual seria a interpretação mais condizente com o fim econômico buscado pelas partes.

No caso da *responsabilidade pelo pagamento do IPTU de imóveis irregulares*²⁹⁴, o Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo apreciou controvérsia relativa ao pagamento de obrigações *propter rem* decorrentes de contrato de compromisso de compra e venda de imóveis celebrado entre duas empresas. A alienante alegava que, por disposição contratual, competia à adquirente arcar com o pagamento do IPTU após a imissão na posse. A adquirente, por outro lado, sustentava que a cobrança era indevida, pois os imóveis tinham

294 TJSP, 8ª CDPriv., AC 1017941-57.2021.8.26.0309, Rel. Des. Alexandre Coelho, julg. 07.02.2024, DJ 07.02.2024, v.u.

irregularidades registrais, sendo de responsabilidade da alienante a regularização.

O TJSP ressaltou que a óbice registral para outorga imediata da escritura e retificação fiscal era de amplo conhecimento das partes no momento de celebração do contrato. Não se tratava, portanto, de irregularidade registral e cadastral desconhecida ou ocultada maliciosamente pelas partes. O contrato previa, inclusive, que, caso não ocorresse a regularização da documentação do imóvel, haveria suspensão do acesso da alienante aos pagamentos.

A alienante, diante da dificuldade de retificação dos documentos pela via administrativa, ingressou com ação de usucapião, para, dessa forma, viabilizar a outorga da escritura e retificação fiscal dos imóveis.

Em sua decisão, o TJSP entendeu que a finalidade econômica do negócio celebrado consistia na outorga da escritura e regularização fiscal, e que a questão procedimental sobre a retificação administrativa não era essencial para a adquirente. Demonstrou que a alienante, inclusive, empregou os esforços esperados para cumprir a obrigação principal, ainda que por meio diverso daquele previsto no contrato. Portanto, concluiu que a adquirente não poderia se eximir do pagamento do IPTU sob justificativa de que a forma pela qual os documentos foram obtidos (por meio de ação de usucapião e não pela via administrativa) não era aquela estipulada em contrato.

O TJSP adotou, ainda, outros critérios para fundamentar a decisão. Recorreu aos incisos I e III do art. 113, §1º do CC/02 para demonstrar que não se vislumbrou inércia da alienante para proceder à regularização da documentação. O Tribunal decidiu, ainda, que ao imitar na posse sem pagar o IPTU devido, a adquirente incorreu em ilícito contratual e enriquecimento sem causa.

Constatou-se, portanto, que o critério de interpretação conforme a racionalidade econômica não foi o fundamento exclusivo da decisão, mas teve papel relevante para a solução da controvérsia. O TJSP, assim como o STJ no *caso da isenção de multa por rescisão de um contrato de locação, na hipótese de ato impeditivo do MEC*, conferiu à expressão

“racionalidade econômica” uma concepção objetiva, voltada à finalidade negocial.

Já no caso do contrato de parceria agrícola para cultivo de cana de açúcar²⁹⁵, o TJSP aplicou o critério da racionalidade econômica em sentido correspondente à ideia de equilíbrio-econômico do contrato.

Na hipótese, o art. 113, §1º, V, do CC/02 foi invocado para interpretar cláusula contratual que regulava a forma de pagamento da avença. A redação da cláusula estabelecia que: “cabe aos PARCEIROS OUTROGANTES e por expressa solicitação dos mesmos que a PARCEIRA OUTROGADA pagará, *mensalmente* o valor equivalente a 52 toneladas de cana de açúcar, ano, (...)” [sic].

A controvérsia surgiu na interpretação da referida cláusula. De um lado, a apelante sustentava que o valor total da operação deveria ser pago mensalmente de forma integral; a apelada, por outro lado, defendia que o pagamento deveria ser calculado com valor fixo por tonelada e dividido em doze parcelas correspondentes ao ano-safra.

O Tribunal entendeu que a cláusula deveria ser interpretada à luz da boa-fé e da racionalidade econômica. À luz desses critérios, rejeitou a pretensão da apelante, sob o fundamento de que a interpretação que considerava o pagamento mensal do valor integral da operação seria desarrazoada. O TJSP destacou que, se tal leitura da cláusula fosse acolhida, a apelada “teria que pagar em um ano a quantia correspondente a 12 anos de safra”, o que “elevaria sobremaneira o valor do crédito”.

O critério da racionalidade econômica foi empregado no caso para, de certa forma, reforçar o equilíbrio econômico do contrato. Na decisão, o Tribunal pondera qual das duas possíveis interpretações para a cláusula seria mais razoável e compatível com a racionalidade econômica de negócios da mesma natureza. O crivo que se fez, portanto, foi em relação ao objeto do contrato, de modo a garantir uma certa proporcionalidade entre as prestações assumidas pelas partes.

295 TJSP, 17ª CDPPriv., AC 1005083-90.2023.8.26.0319, Rel. Des. Irineu Fava, julg. 31.07.2024, DJ 06.08.2024, v.u.

Outro precedente do Tribunal de Justiça de São Paulo que se coaduna, em certa medida, à corrente doutrinária que associa a racionalidade econômica ao princípio do equilíbrio-econômico do contrato é o *caso da cláusula limitativa de indenização*²⁹⁶.

Nesse julgado, o TJSP analisou controvérsia entre a Totvs S/A (“Totvs”) e a MyConsig Consultoria e Tecnologia Ltda. (“MyConsig”), decorrente de contrato de aluguel de software e prestação de serviços celebrado. O ajuste previa cláusulas de exclusividade e não concorrência em favor da MyConsig, além de prazo determinado de vigência. Constatou-se, ainda, que o contrato contava com cláusula limitativa, que afastava a possibilidade de indenização por lucros cessantes, danos morais e danos indiretos.

Em 2019, a Totvs realizou um pedido de renegociação dos termos contratuais, o que, por sua vez, foi rejeitado pela MyConsig. A Totvs, assim, promoveu a denúncia antecipada do contrato, alegando “anos de inequívoco incumprimento das disposições contratuais pela MyConsig”.

O TJSP constatou, por unanimidade, que não havia nenhuma indicação do inadimplemento por parte da MyConsig. Reconheceu, portanto, que a rescisão teria sido imotivada, e a caracterizou como “forjada” pela Totvs. Em razão disso, manteve a eficácia das cláusulas de exclusividade e não concorrência até o termo final do contrato.

Contudo, houve divergência no Tribunal a respeito da possibilidade de condenação da Totvs por lucros cessantes, caso constatada a violação à cláusula de exclusividade. O voto vencido afastou essa hipótese, com base na cláusula limitativa prevista no contrato.

A maioria, por outro lado, entendeu que a cláusula limitativa não poderia abranger hipóteses de descumprimento e frustração dolosa, como ocorrera no caso. Desse modo, o TJSP fixou que, caso comprovada a violação da cláusula de exclusividade, a MyConsig faria jus à reparação integral, incluindo lucros cessantes, nos termos do

296 TJSP, 2ª CRDEmp., AI 2015102-28.2023.8.26.0000, Rel. Des. Grava Brazil, julg. 07.11.2023, DJ 14.11.2023, v.m.

art. 402 do Código Civil. Para fundamentar esse entendimento, o voto vencedor valeu-se principalmente de doutrina específica relativa a cláusulas limitativas do dever de indenizar.

O art. 113 do CC/02 foi invocado como argumento subsidiário. O entendimento que prevaleceu do Tribunal considerou que a cláusula limitativa, se interpretada conforme a boa-fé objetiva e a racionalidade econômica, não incidiria no contexto marcado por uma conduta dolosa.

O TJSP considerou que seria incompatível com a racionalidade econômica qualquer interpretação contratual que incentivasse o inadimplemento doloso, tornando-o mais vantajoso do que o próprio cumprimento do contrato. Destacou que não haveria racionalidade econômica em admitir que uma parte – em um contrato com prazo determinado e hipóteses taxativas de extinção – pudesse forjar uma rescisão apenas “porque os termos originalmente avençados não mais lhe interessam ou outra oportunidade mais interessante surgiu”.

Nota-se que o intuito do TJSP, ao aplicar o art. 113, §1º, V, do CC/02, foi assegurar uma interpretação que preservasse um certo equilíbrio ao contrato. Isso porque, caso entendesse que a cláusula limitativa deveria abranger também as condutas dolosas, tal interpretação importaria um ônus desproporcional à MyConsig e conferiria uma vantagem excessiva à Totvs.

Dessa forma, esse entendimento do Tribunal se relaciona, em certa medida, à corrente doutrinária que concebe a racionalidade econômica como uma figura voltada ao princípio do equilíbrio-econômico do contrato.

Por último, comenta-se o *caso da cláusula take or pay*²⁹⁷, julgado pelo TJSP em julho de 2025. No julgado, o Tribunal paulista aplicou o art. 113, §1º, V, do CC/02 para interpretar o contrato conforme a racionalidade econômica dos *contratantes*, considerados em sua condição de agentes econômicos.

297 TJSP, 28ª CDPriv., AC 1015988-40.2020.8.26.0100, Rel. Des. Ferreira da Cruz, julg. 11.07.2025, DJ 11.07.2025, v.u.

A controvérsia girou em torno de um contrato de prestação de serviços para a elaboração de projetos de engenharia e gerenciamento de obras. O acordo previa cláusula *take or pay*, pela qual a contratante deveria assegurar um consumo mínimo dentro do período estabelecido (ano de 2018), ainda que não utilizasse integralmente os serviços.

Extrai-se do conjunto fático que a contratante não consumiu o mínimo pactuado, a contratada ajuizou ação de cobrança. A contratante alegou, entre outros pontos, (i) que o contrato teria se prorrogado em 2019; (ii) que a contratada não teria cumprido integralmente suas obrigações; (iii) que houve necessidade de contratação de terceiros para execução das obras; e (iv) sustentou as teses de exceção do contrato não cumprido e enriquecimento sem causa da contratada.

O TJSP reconheceu que a cláusula *take or pay* não tem natureza de cláusula penal, mas de alocação de riscos e garantia de fluxo de receitas para a contratada, especialmente diante da exiguidade do prazo contratual e do elevado custo de mobilização inicial da contratada. Conforme foi demonstrado, tais situações foram destacadas ao longo das tratativas para atestar a imprescindibilidade da referida cláusula.

Em sua fundamentação, o Tribunal realçou que a relação entre as sociedades empresárias era paritária, e que a negociação contou com ampla liberdade para as partes discutirem e modificarem as cláusulas contratuais. Nessa linha, fez referência ao art. 113, §1º, V, do Código Civil para reconhecer que a racionalidade dos agentes econômicos deve ser respeitada.

Diferentemente dos outros precedentes analisados nesse trabalho, destaca-se que a regra do inciso V foi aplicada no julgado para guiar o intérprete conforme a racionalidade econômica dos *contratantes*, e não do *contrato*. Nesse caso, o Tribunal conferiu ao critério interpretativo um sentido compatível com a regra do art. 421-A do CC/02.

Analogamente ao que ocorreu no levantamento doutrinário, a partir do panorama jurisprudencial apresentado, identificou-se que os tribunais têm aplicado o critério da racionalidade econômica de diferentes maneiras: em alguns casos, associado à finalidade negocial;

em outros, utilizado como parâmetro de preservação do equilíbrio-econômico do contrato; e, por fim, considerado como referência à racionalidade dos próprios contratantes. Esse cenário revela que os tribunais, assim como a doutrina, ainda não chegaram a um consenso quanto ao significado de interpretar conforme a racionalidade econômica.

Observa-se, portanto, que diante da ausência de parâmetros uniformes, a aplicação do art. 113, §1º, V, do CC/02 tende a variar conforme a compreensão individual de cada intérprete, comprometendo a previsibilidade das decisões e prejudicando a segurança jurídica.

Os riscos dessa falta de consenso não passam despercebidos. Segundo Anderson Schreiber, por exemplo, a ausência de um conceito técnico-jurídico para esse critério “abre demasiadamente as portas da interpretação contratual para o subjetivismo do intérprete”²⁹⁸.

Diante desse panorama, constata-se que o critério de interpretação conforme a racionalidade econômica tem sido aplicada pelos tribunais de maneira heterogênea, sem parâmetros uniformes ou tecnicamente consolidados.

6. CONCLUSÃO

Buscou-se, ao longo deste artigo, verificar se há um entendimento predominante, na doutrina e nos tribunais, sobre o significado da expressão “racionalidade econômica” prevista no art. 113, §1º, V, do CC/02. Os resultados apontam para a existência de uma pluralidade de sentidos para a expressão.

Na doutrina, foram identificadas quatro visões distintas sobre o conteúdo do dispositivo. As correntes consideram que o processo hermenêutico, com base na racionalidade econômica, deve ser orientado: (i) pela finalidade; (ii) pelo equilíbrio-econômico do

298 SCHREIBER, Anderson. In: SCHREIBER, Anderson [et al.] (coords.) **Código Civil comentado**: doutrina e jurisprudência. 6. ed., 2ª reimpressão. Rio de Janeiro: Forense, 2025, p. 100.

contrato; (iii) pela alocação de riscos; ou (iv) pela racionalidade das partes. Essa diversidade de concepções compromete a inteligibilidade do art. 113, §1º, V, do CC/02, que, ao invés de oferecer um critério objetivo para a interpretação do negócio jurídico, acaba por configurar uma regra sem clareza e de sentido indefinido, gerando o risco de insegurança jurídica.

Verifica-se, ainda, uma divergência quanto ao âmbito de incidência da norma. Parte da doutrina sustenta que o critério da racionalidade econômica deve ser aplicado apenas na interpretação de contratos empresariais, por estar associado à lógica empresarial e à busca pela maximização de lucro. Contudo, tal visão desconsidera que outras espécies de negócios jurídicos, ainda que não voltadas diretamente à atividade lucrativa, preservam, em certa medida, uma dimensão econômica, relacionada, por exemplo, à estabilidade patrimonial ou à organização da vida privada.

Nos tribunais, verificou-se um panorama igualmente fragmentado, no qual o critério da racionalidade econômica foi aplicado de formas distintas: ora para orientar o processo hermenêutico segundo a finalidade negocial, ora para buscar preservar o equilíbrio econômico do contrato, ora para aferir a racionalidade subjetiva das partes. Essa ausência de uniformidade na atribuição de significado ao critério, somada à falta de consolidação de parâmetros objetivos para a aplicação do dispositivo, abre espaço para usos discricionários da regra, sujeitos ao entendimento subjetivo de cada intérprete.

Diante desse quadro, conclui-se que o art. 113, §1º, V, do Código Civil ainda carece de consolidação técnica e jurisprudencial que lhe confira maior previsibilidade e solidez. A integração de premissas interpretativas consistentes para a aplicação do critério da racionalidade econômica mostra-se adequada para assegurar maior segurança jurídica, fundamentando a atividade hermenêutica em parâmetros objetivos e reduzindo a margem para decisões arbitrárias baseadas exclusivamente na percepção subjetiva do intérprete.

BIBLIOGRAFIA

ÁVILA, Humberto. **Teoria da segurança jurídica**. 7. ed. São Paulo: JusPodivm, 2025.

AZEVEDO, Antonio Junqueira de. **Negócio jurídico, existência, validade e eficácia**. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2002.

BANDEIRA, Paula Greco. O contrato como instrumento de gestão de riscos e o princípio do equilíbrio contratual. **Revista de Direito Privado**, São Paulo, a. 17, v. 65, jan./mar. 2017.

BELNOSKI, Alexsandra Marilac; DECCACHE, Antonio; WAKSMAN, Muriel; VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc; NETO, Jayme Petra de Mello. Faísca na economia pandêmica: a incapacidade superveniente de prestar. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo, a. 24, v. 91, jan./mar. 2021.

BERCOVICI, Gilberto. As inconstitucionalidades da “Lei da Liberdade Econômica” (Lei nº 13.874/2019, de 20 de setembro de 2019). In: SALOMÃO, Luis Felipe; CUEVA, Ricardo Villas Bôas; FRAZÃO, Ana (coords.). **Lei de Liberdade Econômica e seus impactos no direito brasileiro**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020, pp. 123-152.

BRASIL. Exposição de Motivos n. 00083/2019 ME/AGU/MJSP da MP n. 881, de 30 de abril de 2019, que institui a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica, estabelece garantias de livre mercado, análise de impacto regulatório, e dá outras providências. Portal da Câmara dos Deputados, 11 de abril de 2019. Disponível em: <https://www2.camara.leg.br/legin/fed/medpro/2019/medidaprovisoria-881-30-abril-2019-788037-exposicaodemotivos-157846-pe.html>.

BUNAZAR, Maurício. A declaração de direitos da liberdade econômica e seus impactos no regime jurídico do contrato de direito comum.

Revista Brasileira de Direito Contratual, Porto Alegre, a. 1, n. 1, out./dez. 2019.

EIZIRIK, Nelson. *M&A: regime societário e contratual*. São Paulo: Quartier Latin, 2024.

FORGIONI, Paula A. A interpretação dos negócios jurídicos II – alteração do art. 113 do Código Civil: Art. 7. *In*: MARQUES NETO, Floriano de Azevedo; RODRIGUES JR., Otavio Luiz; LEONARDO, Rodrigo Xavier (orgs.). **Comentários à Lei da Liberdade Econômica: Lei 13.874/2019**. São Paulo: Thomson Reuters, 2019.

----- **Contratos empresariais: teoria geral e aplicação**. 9. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2024.

GEDIEL, José Antônio Peres; CORRÊA, Adriana Espíndola. Interpretações – art. 113 do Código Civil. *In*: MARQUES NETO, Floriano de Azevedo; RODRIGUES JR., Otavio Luiz; LEONARDO, Rodrigo Xavier (orgs.). **Comentários à Lei da Liberdade Econômica: Lei 13.874/2019**. São Paulo: Thomson Reuters, 2019.

GOMES, Orlando. **Contratos**. 26. ed. Atualizado por Antonio Junqueira de Azevedo e Francisco Paulo De Crescenzo Marino. Rio de Janeiro: Forense, 2007.

GORGA, Érica. Direito e economia na Lei da Liberdade Econômica. *In*: MARTINS-COSTA, Judith; NITSCHKE, Guilherme Carneiro Monteiro (coords.). **Direito privado na lei da liberdade econômica: comentários**. São Paulo: Almedina, 2022.

GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz; TERRA, Aline de Miranda Valverde. Efeito indenizatório da resolução por inadimplemento. *In*: GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz; TERRA, Aline de Miranda Valverde (coords.). **Inexecução das obrigações: pressupostos, evolução e remédios**. V. 1, Rio de Janeiro: Processo, 2020.

KONDER, Carlos Nelson; OLIVEIRA, Williana Nayara Carvalho de. A interpretação dos negócios jurídicos a partir da Lei de Liberdade Econômica. **Revista Fórum de Direito Civil**, Belo Horizonte, a. 9, n. 25, set./dez. 2020.

LEONARDO, Rodrigo Xavier; RODRIGUES JR., Otavio Luiz. A interpretação dos negócios jurídicos na Lei da Liberdade Econômica. *In*: CUNHA FILHO, Alexandre Jorge Carneiro da; PICCELLI, Roberto Ricomini; Maciel, Renata Mota (coords.). **Lei da Liberdade Econômica anotada**: Lei 13.874, de 2019. V. 2, São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2020.

MARINO, Francisco Paulo de Crescenzo. **Interpretação do negócio jurídico**. São Paulo: Saraiva, 2011.

MARTINS-COSTA, Judith. **A boa-fé no Direito privado**: critérios para a sua aplicação. 3. ed. São Paulo: Saraiva.

MIRAGEM, Bruno. **Teoria Geral do Direito Civil**. Rio de Janeiro: Forense, 2021.

MENKE, Fabiano. *In*: NANNI, Giovanni Ettore (coord.). **Comentários ao Código Civil**: direito privado contemporâneo. 3. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2023.

NALIN, Paulo; PAVAN, Vitor Ottoboni. A racionalidade econômica das partes na interpretação dos negócios jurídicos contratuais: direções preliminares. **Revista Brasileira de Direito Contratual**, Porto Alegre, a. 2, n. 7, abr./jun. 2021.

NITSCHKE, Guilherme Carneiro Monteiro. Colmatação de lacunas contratuais: insuficiências do Código Civil, deficiências da Lei da Liberdade Econômica e o trabalho de doutrina. *In*: BARBOSA, Henrique; SILVA, Jorge Cesa Ferreira da (coords.). **A evolução do**

direito empresarial e obrigacional: os 18 anos do Código Civil. São Paulo: Quartier Latin, 2021.

----- . Comentário ao artigo 113 §§1º e 2º do Código Civil: interpretação contratual a partir da Lei da Liberdade Econômica. *In:* MARTINS-COSTA, Judith; NITSCHKE, Guilherme Carneiro Monteiro (coords.). **Direito privado na lei da liberdade econômica:** comentários. São Paulo: Almedina, 2022.

PELA, Juliana Krueger. Risco e contratos empresariais. A aplicação da resolução por onerosidade excessiva. *In:* SZTAJN, Rachel; SALLES, Marcos Paulo de Almeida; TEIXEIRA, Tarcísio (coords.). **Direito empresarial:** estudos em homenagem ao Professor Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa. São Paulo: IASP, 2015.

PFEIFFER, Roberto Augusto Castellanos. Lei da Liberdade Econômica é bem vinda, mas não aplicável às relações de consumo. **Consultor Jurídico**, 30 dez. 2019. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2019-dez-30/direito-civil-atual-lei-liberdade-economica-bem-vinda/>.

PINHO, Diva Benevides. A racionalidade econômica – abordagem histórica. **Revista de História**, São Paulo, v. 54, n. 107, 2023, pp. 173-188.

PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. **Tratado de direito privado:** parte especial. t. 38. Atualizado por Claudia Lima Marques e Bruno Miragem. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012.

RAMOS, André Luiz Arnt; CATALAN, Marcos Jorge. A interpretação dos contratos à luz da Lei da Liberdade Econômica: por ora, Hermes nada de novo tem a dizer. **Civilistica**, Rio de Janeiro, a. 10, n. 1, 2021.

REALE, Miguel. Um artigo-chave do Código Civil. **Migalhas**, 24 jun. 2003. Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/depeso/2119/um-artigo-chave-do-codigo-civil>.

ROPPO, Enzo. **Il contratto**. Bologna: Mulino, 1977.

SCHREIBER, Anderson. *In*: SCHREIBER, Anderson [et al.] (coords.) **Código Civil comentado**: doutrina e jurisprudência. 6. ed., 2ª reimpressão. Rio de Janeiro: Forense, 2025.

SOUZA, Eduardo Nunes de. Lei da Liberdade Econômica e seu desprestígio à autonomia privada no Direito Contratual brasileiro. **Migalhas**, Coluna Migalhas Patrimoniais, 16 abr. 2020. Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/coluna/migalhas-patrimoniais/324733/lei-da-liberdade-economica-e-seu-desprestigio-a-autonomia-privada-no-direito-contratual-brasileiro>

STJ, 4ª T., AgInt no AgInt nos EDcl no AREsp n. 1.475.627/SP, Rel. Min. Luis Felipe Salomão, julg. 18.02.2020, DJ 05.03.2020, v.u.

TAVORA, Rodrigo de Almeida. Razoável negociação e racionalidade econômica das partes como critérios hermenêuticos. *In*: SOUZA, Eduardo Nunes de; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz; OLIVA, Milena Donato (coords.). **O Código Civil após a Lei da Liberdade Econômica**. Rio de Janeiro: Processo, 2023.

TJSP, 28ª CDPriv., AC 1015988-40.2020.8.26.0100, Rel. Des. Ferreira da Cruz, julg. 11.07.2025, DJ 11.07.2025, v.u.

TJSP, 17ª CDPriv., AC 1005083-90.2023.8.26.0319, Rel. Des. Irineu Fava, julg. 31.07.2024, DJ 06.08.2024, v.u.

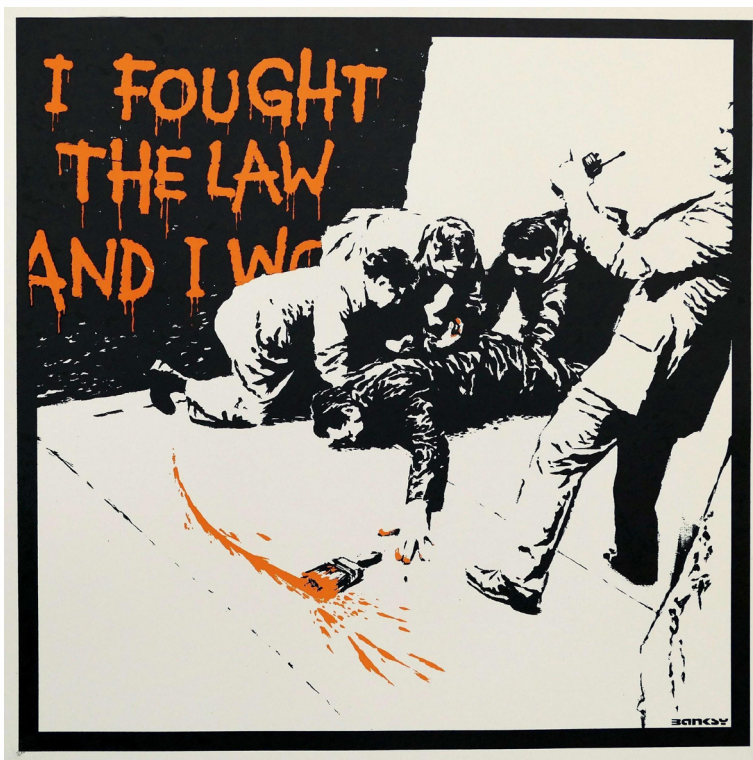
TJSP, 8ª CDPriv., AC 1017941-57.2021.8.26.0309, Rel. Des. Alexandre Coelho, julg. 07.02.2024, DJ 07.02.2024, v.u.

TJSP, 2ª CRDEmp., AI 2015102-28.2023.8.26.0000, Rel. Des. Grava Brazil, julg. 07.11.2023, DJ 14.11.2023, v.m.

TOMASEVICIUS FILHO, Eduardo. A tal “lei da liberdade econômica”.
Revista da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, [S.l.],
v. 144, jan./dez. 2019.

O CASO MARY BOONE: OPACIDADE, REGULAÇÃO E RECONFIGURAÇÃO DO SIGILO CONTRATUAL NO MERCADO DE ARTE

*Sofia Cristina Sanchez Buchala (Universidade de São Paulo)*²⁹⁹



300

²⁹⁹ 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.

³⁰⁰ BANKSY. **I Fought the Law** [serigrafia sobre papel]. 2004. Edição limitada, 50 exemplares, assinada pelo artista. Londres: Pictures on Walls, 2004.

RESUMO

O presente artigo parte do caso criminal de Mary Boone, uma das galeristas mais influentes da cena nova-iorquina de arte contemporânea, para problematizar o mito do “mercado de arte não regulado” e reconstruir juridicamente a tensão entre confidencialidade, anonimato e responsabilidade no comércio internacional de obras de arte. A condenação de Boone por fraude fiscal é analisada não apenas como episódio de ganância individual, mas como um teste de estresse das estruturas contratuais e fiscais que sustentam o modelo das galerias privadas pelo mundo ocidental. Em diálogo com o leading case *Hoffman v. L&M Arts* (o chamado *Red Rothko case*), o trabalho demonstra como cláusulas de confidencialidade, uso de intermediários, estruturas offshore e a figura do *undisclosed principal* produzem zonas de opacidade que desafiam a fiscalização tributária, a tutela do investidor e a cooperação jurídica internacional. A partir dessa base empírica, o artigo examina o papel de instrumentos de *soft law*, em especial o *Art Transaction Due Diligence Toolkit* e o *Antiquities Supplement*, como tentativas de contratualizar a transparência por meio da incorporação de deveres de diligência reforçada (AML/KYC) no cotidiano de galerias, casas de leilão e *art advisors*. Por fim, sustenta-se que o futuro do setor não será definido pela extinção do sigilo, e sim por sua reconfiguração jurídica: onde, como e para quem a opacidade continuará sendo juridicamente tolerada.

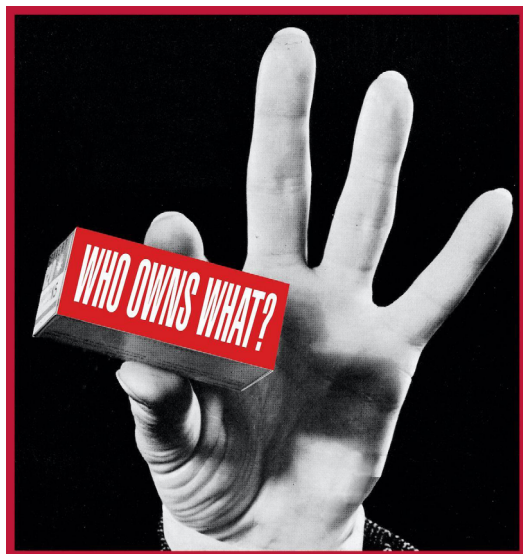
Palavras-chave: Contratos; mercado de arte; anonimato contratual; lavagem de dinheiro (AML); direito internacional privado; *soft law*; *Art Transaction Due Diligence Toolkit*; caso Hoffman (*Hoffman v. L&M Arts*).

ABSTRACT

This article takes the criminal case of Mary Boone, one of the most influential gallerists in New York's contemporary art scene, as a starting point to question the myth of the "unregulated art market" and to reconstruct, in legal terms, the tension between confidentiality, anonymity, and accountability in the international trade in artworks. Boone's conviction for tax fraud is analysed not merely as an episode of individual greed, but as a stress test for the contractual and tax structures that support the private gallery model across the Western world. In dialogue with the leading case *Hoffman v. L&M Arts* (the so-called *Red Rothko* case), the article shows how confidentiality clauses, the use of intermediaries, offshore structures, and the doctrine of the *undisclosed principal* create zones of opacity that challenge tax enforcement, investor protection, and international legal cooperation. Building on this empirical basis, the article examines the role of *soft law* instruments, especially the *Art Transaction Due Diligence Toolkit* and the *Antiquities Supplement*, as attempts to contractualise transparency by incorporating enhanced due diligence (AML/KYC) duties into the daily practice of galleries, auction houses, and art advisors. Finally, it argues that the future of the sector will not be defined by the disappearance of secrecy, but by its legal reconfiguration: where, how, and for whose benefit opacity will remain legally permissible.

Keywords: Contracts; art market; contractual anonymity; anti-money laundering (AML); private international law; soft law; Art Transaction Due Diligence Toolkit; Hoffman case (*Hoffman v. L&M Arts*).

1. MARY BOONE: “SEMPRE QUISEMOS DINHEIRO, MAS AGORA O DINHEIRO NÃO É MAIS O MESMO.”



301

Por mais de quatro décadas, Mary Boone foi uma das figuras mais poderosas e emblemáticas da cena de arte contemporânea de Nova York. Alçando projeção no final das décadas de 1970 e 1980, Boone construiu sua reputação ao lado dos próprios artistas que viriam a definir as eras da Pop Art e da arte contemporânea: Jean-Michel Basquiat, Julian Schnabel, Keith Haring, Barbara Kruger, Andy Warhol e Eric Fischl. Sua galeria nova-iorquina, estrategicamente localizada no SoHo e, posteriormente, em Chelsea — hoje uma “mera” curadoria situada na interseção da Madison Avenue com a 64th Street, na emblemática galeria Lévy Gorvy Dayan — não era apenas um espaço comercial, mas uma verdadeira instituição cultural inserida no processo de transformação de Nova York em capital global do mercado de arte contemporânea. A persona de Boone, simultaneamente visionária, guardiã de acesso e formadora de mercado, condensava a

301 KRUEGER, Barbara. **Who Owns What?** [colagem fotográfica e serigrafia sobre vinil]. 2012. Nova York: Mary Boone Gallery, 2012.

mitologia da galeria privada como arena soberana de gosto, especulação e discrição, uma mitologia tão consolidada que já ultrapassou o plano jurídico-econômico para adentrar o domínio da representação simbólica. Não à toa, a própria cultura pop parece reconhecer a tensão entre opacidade e poder que sua trajetória evoca: em 2024, a banda nova-iorquina *Vampire Weekend* sintetizou essa ambiguidade na canção intitulada *Mary Boone*, ao afirmar — “*I’m on the dark side of your room*” —, verso que, em chave quase jurisprudencial, descreve com precisão a zona cinzenta entre privacidade e publicidade que permeia o mercado de arte contemporânea, as salas das galerias de artes³⁰².

É precisamente esse mito de soberania e informalidade, essa zona cinzenta, em que o caso criminal de Mary Boone viria a desestruturar de forma abrupta. Em 2018, Boone foi condenada em tribunal federal por fraude fiscal, após o Departamento de Justiça demonstrar que ela havia desviadamente utilizado recursos da galeria para fins pessoais, falseando a classificação dessas despesas como dedutíveis para fins empresariais. Apenas entre 2009 e 2011, Boone utilizou mais de US\$ 1 milhão da galeria³⁰³. De pagamentos destinados à reforma de seu apartamento, falsamente registrados como “comissão”, até gastos em salões de beleza omitidos dos registros contábeis. O esquema culminou em sua condenação, encarceramento e no colapso abrupto de uma das galerias mais prestigiadas dos Estados Unidos.

A queda de Boone costuma ser narrada como uma fábula moral sobre ganância pessoal e traição da confiança, uma fábula que durou até setembro de 2025, quando ela retornou à cena da arte. No entanto, essa leitura moralizante tende a obscurecer as condições jurídicas e estruturais mais profundas que tornaram tal conduta possível por anos no interior do sistema de galerias privadas. O caso Boone não revela apenas criminalidade individual; ele expõe como a dependência normativa do mercado contemporâneo de arte

302 VAMPIRE WEEKEND. Mary Boone. In: **Only God Was Above Us**. Nova Iorque: Columbia Records, 2024.

303 ArtNet News. **In a New LawsUIT, Mary Boone’s Business Partner Accuses the Jailed Dealer of Stealing \$15 Million in Artworks From Her Own Gallery**. 26 av. 2020.

em relação à confidencialidade, às práticas contábeis informais, às transações por consignação e à atuação de intermediários discricionários cria verdadeiros pontos cegos para a fiscalização tributária, a proteção do investidor e a regulação transfronteiriça. O mesmo mercado que vendeu uma obra de Gustav Klimt por US\$ 236,4 milhões a um comprador anônimo, via *phone bid*, que permite a circulação de coleções bilionárias por meio de lances anônimos e armazenamento em *freeports*, também sustentou uma galeria na qual reformas residenciais pessoais podiam ser disfarçadas como “comissões” artísticas.

Esse paradoxo ocupa o centro do que comumente, e de forma extremamente equivocada, se denomina “mercado de arte não regulado”. No imaginário público, as transações artísticas ainda são percebidas como operando à margem do direito: opacas, baseadas na reputação e regidas por acordos informais, feitas muitas vezes no anonimato, e não por mecanismos formais de conformidade. Na realidade, as últimas duas décadas testemunharam uma crescente juridificação do comércio global de arte. Direito tributário, direito societário, direito contratual, direito do patrimônio cultural e, sobretudo, a regulação antilavagem de dinheiro (AML)³⁰⁴ passaram a incidir diretamente sobre a prática de galerias e casas de leilão. Longe de existir em um vácuo normativo, a arte contemporânea circula hoje em um dos mercados juridicamente mais densos, ainda que

304 BRASIL. **Lei nº 9.613**, de 3 de março de 1998. Dispõe sobre os crimes de “lavagem” ou ocultação de bens, direitos e valores e a prevenção da utilização do sistema financeiro para os ilícitos previstos nesta Lei. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 4 mar. 1998.

BRASIL. **Lei nº 12.683**, de 9 de julho de 2012. Altera a Lei nº 9.613, de 3 de março de 1998, para tornar mais eficiente a persecução penal dos crimes de lavagem de dinheiro. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 10 jul. 2012.

GAFI/FATF. **The FATF Recommendations – International Standards on Combating Money Laundering and the Financing of Terrorism & Proliferation**. Paris: FATF, 2023. Disponível em: <https://www.fatf-gafi.org>.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Regulação sobre prevenção à lavagem de dinheiro e ao financiamento do terrorismo (PLDFT)**. Brasília: BCB, 2023. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br>.

predominantemente administrado por atores privados da economia global.

A tensão entre sigilo e conformidade regulatória manifesta-se de maneira particularmente intensa nas transações de alto valor. Desde 2020, comerciantes, galerias e casas de leilão em jurisdições como o Reino Unido e a União Europeia passaram a submeter-se a obrigações obrigatórias de AML e de *Know Your Customer* (KYC)³⁰⁵. Esses regimes exigem a verificação da identidade do comprador, a documentação da origem dos recursos e a comunicação de operações suspeitas. Na prática, um colecionador que pretenda adquirir uma obra de elevado valor pode ser compelido a apresentar documentos de identidade, comprovante de residência e justificativas detalhadas sobre a licitude dos fundos empregados, procedimentos há muito consolidados no setor bancário, mas historicamente estranhos ao universo da arte. O que antes era compreendido como descrição legítima passa, gradualmente, a ser interpretado como potencial descumprimento regulatório.

Ainda assim, o anonimato permanece como uma das moedas mais valiosas do mercado de arte. Compradores de obras recordistas frequentemente figuram como “desconhecidos” nos registros públicos. Intermediários realizam lances por telefone em nome de titulares ocultos. Obras transitam por empresas offshore e *freeports*³⁰⁶, mantendo-se fisicamente móveis, mas juridicamente “invisíveis”. Tais práticas persistem não apenas por razões de privacidade e estratégia de mercado, mas também porque a arquitetura jurídica do comércio de arte continua a acomodá-las por meio do direito de agência, dos contratos de consignação, das estruturas offshore e de

305 Trata-se de um dos pilares do sistema global de *compliance* antilavagem, em consonância com as recomendações do *Financial Action Task Force* (FATF/GAFI), sendo incorporado ao ordenamento brasileiro por meio da Lei nº 9.613/1998 e regulamentações infralegais editadas pelo Banco Central do Brasil, pela CVM e pelo COAF.

306 Os *freeports*, ou portos francos, são zonas aduaneiras especiais destinadas ao armazenamento de mercadorias de alto valor, nas quais os bens podem permanecer por tempo indeterminado sem incidência imediata de tributos.

exigências frágeis de divulgação transfronteiriça. O resultado é um cenário de aplicação fragmentada da lei, no qual o direito público exige transparência enquanto o direito privado continua a premiar a discrição. É uma batalha incessante entre o direito público local, internacional e o UNIDROIT.³⁰⁷

É justamente nessa contradição que o caso Mary Boone adquire sua plena relevância. Boone atuava no epicentro de um dos mercados de arte mais capitalizados e internacionalmente conectados do mundo. Sua galeria mediava transações entre colecionadores, museus, casas de leilão e artistas em múltiplas jurisdições, ainda dentro do contexto da arte contemporânea dos anos 80 que dominava as ruas e o imaginário capitalista estadunidense. Ainda assim, os controles financeiros internos que deveriam separar seu patrimônio pessoal dos recursos de consignantes mostraram-se frágeis. O esquema fraudulento explorou precisamente as características definidoras do modelo contemporâneo de galeria: alto grau de confiança, auditoria externa limitada, forte dependência da reputação e a normalização de classificações informais de despesas e comissões.

Este artigo sustenta que o caso Boone não constitui uma anomalia, mas um verdadeiro teste de estresse jurídico que revela **como as galerias privadas funcionam como pontos nodais entre o direito penal interno, a regulação financeira transnacional e o direito internacional privado**. Os mesmos mecanismos contratuais que regem consignação, agência e revenda, cláusulas de eleição de foro, escolha da lei aplicável e confidencialidade, também determinam se vítimas poderão recuperar ativos, se Estados poderão exercer sua competência tributária e se recursos ilícitos poderão ser congelados além-fronteiras. A manipulação contábil praticada por Boone, portanto, produziu efeitos que ultrapassaram amplamente os limites de sua galeria, colocando em xeque a exigibilidade dos deveres

307 UNIDROIT. **Statute of the International Institute for the Unification of Private Law**. Rome: UNIDROIT, 1940. Disponível em: <https://www.unidroit.org>.

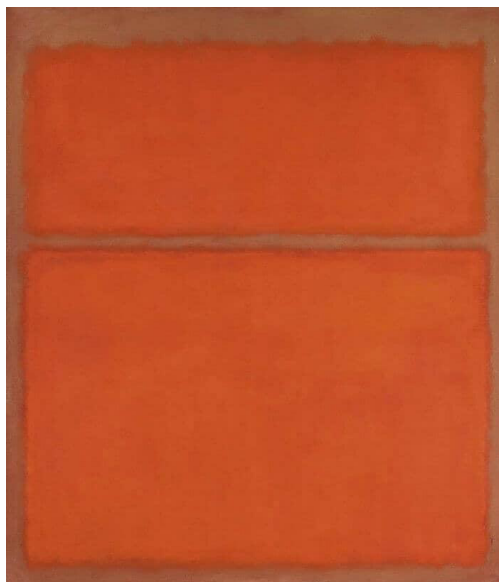
UNIDROIT. **Convention on Stolen or Illegally Exported Cultural Objects (Rome, 1995)**. Rome: UNIDROIT, 1995. Disponível em: <https://www.unidroit.org/instruments/cultural-property/1995-convention/>.

fiduciários nas transações artísticas, a alocação de riscos entre galeristas e consignantes, e os limites práticos da cooperação jurídica internacional.

De forma mais ampla, o caso desafia a narrativa persistente de que o mercado de arte existe “fora” do direito. Ao contrário, a economia contemporânea da arte é moldada por uma teia normativa cada vez mais densa: diretivas de AML, leis de combate à lavagem de dinheiro, regimes de sanções, proteção do patrimônio cultural, defesa do consumidor e governança contratual privada. O que permanece subdesenvolvido não é a regulação em si, mas a coerência entre esses diferentes níveis normativos. O escândalo Boone ilustra o que ocorre quando o direito internacional privado é chamado a lidar com rastreamento de ativos, competência e execução (apenas depois que o dano já está consumado...).

Ao situar o caso Mary Boone no contexto mais amplo da transformação regulatória do mercado global de arte, este artigo examina como as galerias privadas passaram a ocupar uma **posição juridicamente instável entre a discricionariedade boutique e a accountability típica dos mercados financeiros no contexto internacional**. Investiga-se como o direito internacional privado distribui responsabilidades quando obras, recursos e obrigações atravessam fronteiras; como os regimes de AML remodelam as práticas tradicionais das galerias; e se o desenho contratual e os modelos de acreditação podem reconciliar transparência com a demanda legítima por privacidade entre as partes negociantes. Nesse sentido, sustenta-se que o futuro do mercado de arte não será definido pelo desaparecimento do sigilo, mas por sua **reconfiguração jurídica**: onde e para quem a opacidade continuará sendo juridicamente tolerável.

2. O CASO HOFFMAN VS. L&M ARTS (RED ROTHKO): CONFIDENCIALIDADE, ANONIMATO E COLAPSO DA CONFIANÇA NO MERCADO DE ARTE



308

Em 2014, alguns anos antes da condenação de Mary Boone, ocorreu o caso *Hoffman v. L&M Arts, David Martinez e Studio Capital Inc.*, hoje um dos precedentes mais emblemáticos sobre **confidencialidade contratual, anonimato do comprador e falhas estruturais na cadeia de intermediação do mercado de arte**. O litígio teve como objeto a venda privada da obra *Untitled 1961* de Mark Rothko, conhecida como *Red Rothko*, pertencente à colecionadora estadunidense Marguerite Hoffman. O quadro, comprado em 1998, foi cedido durante um período para o Dallas Museum of Art, onde a obra ficou publicamente associada ao seu nome e à sua imagem pessoal. Entretanto, em 2006, Hoffman decidiu vender a obra por via privada, de forma a evitar publicidade e especulação. Assim, por intermédio

308 ROTHKO, Mark. **Untitled** (1961) [óleo sobre tela]. 1961. Proveniente da coleção de Marguerite e Robert Hoffman; vendida privadamente em 2007 e posteriormente leiloadada pela Sotheby's, Nova York, em 2010.

de seu representante, contratou os serviços da galeria nova-iorque L&M Arts e, desde o início, a confidencialidade do negócio foi um elemento estrutural da negociação, sendo reforçada por múltiplas declarações de que o comprador seria um “indivíduo privado” europeu, e não uma entidade corporativa. O comprador efetivo, na verdade, foi David Martinez, que adquiriu a obra por meio da empresa Studio Capital Inc., sediada em Belize, informação que não foi revelada à Hoffman no momento da contratação. Em as partes celebraram um contrato em abril de 2007, mantendo o valor de US\$ 17,6 milhões, mas reforçando significativamente algumas obrigações acessórias do comprador, dentre elas a cláusula expressa de que Todas as partes concordariam em envidar todos os esforços para manter todos os aspectos daquela transação confidenciais por tempo indeterminado, ou seja, uma cláusula NDA (Non-Disclosure Agreement, ou Acordo de Não Divulgação/Confidencialidade).

Aqui se consolidou juridicamente o núcleo da expectativa legítima da vendedora baseado no princípio da boa-fé objetiva: anonimato absoluto, desaparecimento da obra do circuito público e controle reputacional. Em 2010, no entanto, contrariando frontalmente as garantias prestadas, Martinez transferiu a obra para a galeria L&M em Nova York e determinou sua venda em leilão público pela Sotheby's. O *Red Rothko* foi amplamente divulgado no catálogo do leilão, arrematado por quase US\$31 milhões, inclusive com referência direta à exposição *Fast Forward* do Dallas Museum of Art e com imagens de Hoffman ao lado da obra.

Em face de tamanha quebra contratual, Hoffman ajuizou ação alegando, entre outros pontos: Fraudulent inducement (indução fraudulenta) e violação da cláusula de confidencialidade, pela publicização da obra e associação direta ao seu nome.

A Corte estadunidense entendeu que, em primeiro lugar, ocultação da natureza corporativa do comprador (Studio Capital) não gerou nexos causal direto comprovável com os danos sofridos, afastando a responsabilidade por fraude e que, mesmo tendo havido a violação da confidencialidade, o modelo de indenização adotado

pelo júri no contexto daquele julgamento era juridicamente invável/inválido, afastando inclusive a tese de *disgorgement damages* (lucros indevidamente apropriados). O caso Hoffman e o consequente entendimento da corte estadunidense expõe com clareza quatro fragilidades estruturais do mercado internacional de arte:

- I. **Assimetria informacional extrema** entre vendedor, comprador e intermediários;
- II. **Fragilidade jurídica das cláusulas de confidencialidade frente à lógica especulativa do mercado secundário;**
- III. Uso instrumental de **estruturas societárias offshore** para ocultação de identidade;
- IV. Inexistência de mecanismos eficazes de **enforcement transnacional da boa-fé contratual** no setor artístico.

Ainda que formalmente o contrato previsse confidencialidade absoluta, a lógica econômica do mercado de leilões se sobrepôs à lógica jurídica da relação privada, demonstrando como, na prática, a autonomia da vontade é frequentemente neutralizada por estruturas globais de circulação patrimonial e pela utilização do anonimato como ativo econômico, destacando mais uma zona cinzenta e uma excessiva opacidade do mercado artístico, dessa vez no contexto do comprador em face do colecionador.

3. OPACIDADE E ANONIMATO: A ZONA CINZENTA JURÍDICA (E ARTÍSTICA)

O caso *Hoffman* e a conduta oculta de Mary Boone assumem, no mercado artístico e no contexto jurídico, um caráter paradigmático: ambos traduzem, em escala contratual, a tensão entre soberania estatal e autorregulação privada que caracteriza o comércio transnacional e, em especial, os regimes de arbitragem e de *private ordering* típicos da *common law*. O que está em jogo nas grandes galerias de arte e nas

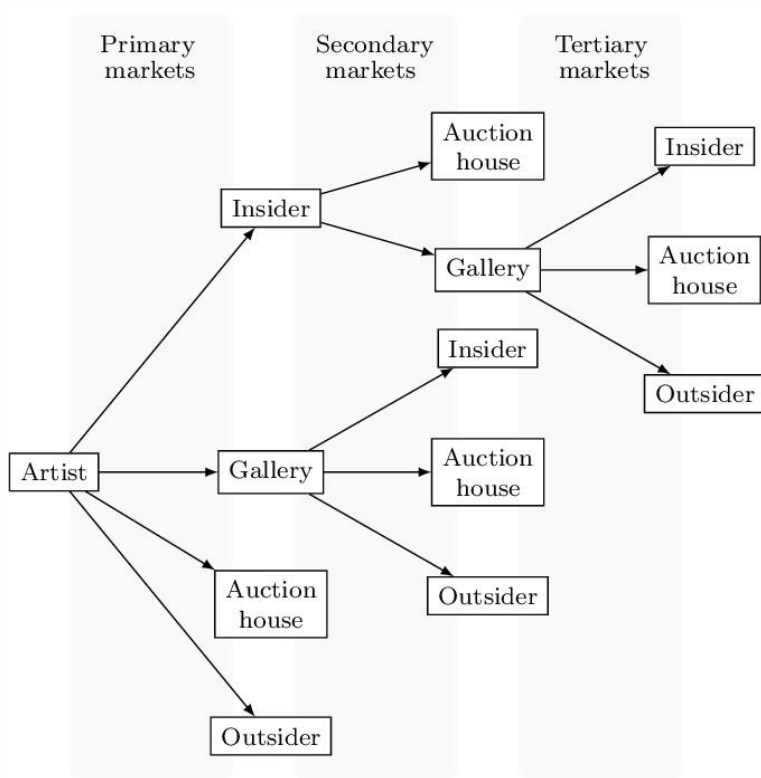
negociações de obras de altíssimo valor não é apenas o sigilo de uma venda ou a transparência nas declarações econômicas — é a capacidade de privatizar o próprio regime jurídico da transação, deslocando o controle público sobre propriedade, tributação e circulação de ativos para o domínio contratual e reputacional das partes envolvidas.

A galeria de Mary Boone, nesse sentido, não era apenas um ente econômico sujeito à tributação, mas uma verdadeira pessoa jurídica simbólica: a corporificação do imaginário artístico e financeiro da cidade de Nova York em uma só figura, uma só mulher. Da mesma forma, o caso *Hoffman* não se restringia à propriedade de uma obra de Rothko ou ao papel filantrópico de Marguerite Hoffman: tratava-se de um conflito entre reputações, confidencialidade contratual e poder simbólico, inserido em um ecossistema jurídico transfigurado na imagem de uma galeria que naturaliza a opacidade como valor de mercado.

O anonimato, elemento constitutivo dessa lógica, é juridicamente estruturado por instituições clássicas da *common law*, como o direito de agência (agency)³⁰⁹ e a figura do undisclosed principal³¹⁰, que permitem ao comprador permanecer oculto mesmo sendo o beneficiário econômico da transação. A triangulação contratual, entre artista, galeria e intermediário, é reforçada por trusts, shell companies e offshore vehicles, frequentemente domiciliados em jurisdições com regimes fiscais e de sigilo bancário favoráveis, em localidades e sistemas jurisdicionais diversos. Acrescentam-se ainda as práticas de phone bids, freeports e consignações cruzadas, que fragmentam a cadeia de titularidade e deslocam o centro de gravidade da relação jurídica para fora das fronteiras estatais.

309 VASQUES, Eugênio Duarte. **O Contrato de Agência no Ordenamento Jurídico Brasileiro e a Experiência Européia da Indenização de Clientela**. *Revista Brasileira de Direito Civil em Perspectiva*, Florianópolis, Brasil, v. 2, n. 2, p. 42–57, 2016. DOI: 10.26668/IndexLawJournals/2526-0243/2016.v2i2.1437. Disponível em: <https://www.indexlaw.org/index.php/direitocivil/article/view/1437>. Acesso em: 5 dez. 2025.

310 LEGAL INFORMATION INSTITUTE – LII / WEX. **Undisclosed principal**. Cornell Law School, 2025. Disponível em: https://www.law.cornell.edu/wex/undisclosed_principal. Acesso em: 05 dez. 2025. [law.cornell.edu](https://www.law.cornell.edu)



311

Essa arquitetura contratual evidencia um duplo fenômeno: de um lado, o **anonimato como instrumento jurídico legítimo de proteção patrimonial e estratégia comercial**; de outro, o **anonimato como obstáculo à responsabilização civil e penal criando uma área opaca**, encadeando inúmeros casos de fraude, evasão fiscal e lavagem de dinheiro. Aparece um questionamento válido perante a insuficiência dos mecanismos tradicionais de imputação de responsabilidade quando aplicados a transações complexas e transnacionais.

Sob a ótica do direito internacional privado, essa opacidade gera um problema de competência e de aplicabilidade da lei: qual jurisdição deve prevalecer diante de contratos que atravessam múltiplos

311 Figure 3.3". Angelini, Francesco. **"Essays on Economics of the Arts."** (2017).

ordenamentos, múltiplos mercados encadeados, e cujas partes se ocultam atrás de intermediários? A resposta, frequentemente, é determinada não por normas imperativas, mas por **cláusulas de eleição de foro e escolha de lei aplicável**, reforçando o caráter autônomo — e quase soberano — dos acordos privados e dos contratos. Em outras palavras, o contrato, no mercado de arte contemporânea, funciona como um micro-regime jurídico próprio, no qual as partes produzem sua própria legalidade, deslocando o Estado para uma posição subsidiária - é o remanejamento do princípio da soberania e do territorialismo.

A aparente “ausência de regulação” do mercado de arte, **portanto**, é menos um vazio normativo do que uma **estratégia de governança privada**. O anonimato contratual, amparado especialmente por princípios da *common law* - sistema jurídico de análise primordial desse trabalho - e instrumentalizado por estruturas financeiras globais, não representa a falha do sistema, mas sua engrenagem: um modelo em que o sigilo é juridicamente reconhecido e a transparência, paradoxalmente, se torna exceção.

4. O ART TRANSACTION DUE DILIGENCE TOOLKIT³¹²: REGULAÇÃO TRANSNACIONAL E COMPLIANCE CULTURAL

Desconstruída a vilanização do anonimato e da opacidade jurídica no mercado artístico, surgem ferramentas do direito internacional privado para combater as dissonâncias legais que possam vir a aparecer nos contratos que envolvem negociações artísticas, em que nome e valor atrelado andam de mãos dadas tanto em relação às obras quanto às partes. Instrumentos como o *Art Transaction Due Diligence Toolkit* e o *Antiquities Supplement* (RAM e Kernochan Center, 2018) consolidam um corpo normativo de *soft law* que busca harmonizar as práticas contratuais no comércio transnacional de arte, introduzindo

312 RESPONSIBLE ART MARKET. **Art Transaction Due Diligence Toolkit**. RAM, 2018. Disponível em: <https://www.responsibleartmarket.org/guidelines/art-transaction-due-diligence-toolkit/>. Acesso em: 05 dez. 2025.

parâmetros mínimos de verificação de proveniência, identidade e legitimidade das partes. A incorporação desses guias nas práticas de *compliance* das galerias e casas de leilão representa não apenas um avanço técnico, mas também a consagração de uma ética da diligência que não nega o sigilo, mas o submete à lógica da rastreabilidade e da boa-fé objetiva, limitando-se à uma lógica de governança que considera as particularidades do mercado em que se insere.

A tensão entre confidencialidade e transparência deixa de configurar um impasse insolúvel e passa a ser mediada por instrumentos jurídicos flexíveis, concebidos para equilibrar o interesse comercial das partes com a responsabilidade pública inerente à circulação de bens culturais. Concomitantemente, reforça-se o afastamento da soberania estatal na jurisdição aplicável e consolida-se a autonomia contratual como principal eixo de regulação. O contrato, antes mera formalidade, torna-se um instrumento de governança preventiva, um verdadeiro checklist jurídico inicial, voltado à antecipação e à alocação dos riscos associados a cada transação.

Trata-se, em última análise, de uma tentativa de reequilibrar a assimetria informacional entre vendedor, comprador e intermediários, substituindo a confiança tácita, outrora suficiente, por mecanismos verificáveis de rastreabilidade e boa-fé. O anonimato, antes visto como escudo da opacidade, transforma-se em um elemento regulado pelas próprias partes, compatível com um modelo de governança contratual que preserva o direito à privacidade, mas impõe deveres de diligência reforçada às operações de mercado secundário e terciário, precisamente o foco deste estudo (vide imagem 4).

Nesse contexto, o *Art Transaction Due Diligence Toolkit* propõe um modelo de contratualização da transparência, por meio da inserção, nos instrumentos negociais, de perguntas-guia essenciais que permitem calibrar o nível de risco e a profundidade das verificações exigidas. O objetivo é que as *Art Businesses* (galerias, casas de leilão, marchands e intermediários, partes *lato sensu*) compreendam o propósito e a estrutura econômica da operação, prevenindo práticas ilícitas ou incompatíveis com o perfil do cliente.

Entre as perguntas fundamentais a serem incorporadas na fase pré-contratual, destacam-se:

1. Qual é o propósito econômico e cultural da transação?

- É possível rastrear o histórico e perfil do cliente? Se sim, a operação é consistente com o histórico e o perfil do cliente?
- O volume financeiro e a natureza das obras estão alinhados com sua atividade econômica e patrimônio declarado?
- Há indícios de artificialidade no propósito, isto é, cognoscibilidade do objetivo de inflacionar o valor de mercado de determinado artista?

2. Qual é a forma e a estrutura jurídica da transação?

- O preço é justo em relação ao mercado e às estimativas independentes?
- Quem realizou a avaliação?
- Há intermediários, *offshores* ou *vehicles* de investimento envolvidos?³¹³
- O pagamento será realizado em condições atípicas (parcelas fracionadas, empréstimos não garantidos, uso de criptomoedas ou contas em jurisdições não reguladas)?
- Existem potenciais conflitos de interesse entre comprador, vendedor e seus representantes contratuais (se presentes)?

3. Qual é a origem e a rastreabilidade dos fundos empregados?

- O pagamento será efetuado em moeda corrente e por instituição financeira sujeita à regulação AML/KYC?
- Há terceiros arcando com o preço da obra, sem justificativa documental legítima?
- O valor provém de jurisdições classificadas pelo FATF³¹⁴ como de “alto risco ou não cooperantes”?

313 Uma pergunta omitida, por exemplo, no caso Hoffman.

314 *Financial Action Task Force (FATF)*.

4. A documentação comprobatória é suficiente e íntegra?

- O contrato formaliza todas as condições essenciais (valor, descrição da obra, consignação, transporte, seguro e prazos)?
- Existem provas de proveniência e titularidade anteriores, como certificados, catálogos *raisonnés* ou registros museológicos?
- O transporte e a exportação estão acompanhados dos documentos exigidos (licenças, relatórios de condição e notas fiscais)?
- Há coerência entre o que é conhecido sobre a obra e as declarações das partes?

Essas cláusulas-questionário cumprem dupla função: (i) impõem um dever objetivo de diligência proporcional ao risco da operação; e (ii) criam um rastro documental de conformidade, que pode ser invocado em eventual investigação ou litígio. É uma verdadeira “caixa de ferramenta” tanto para as partes quanto para aquele que detém jurisdição, seja um Estado, órgão julgador ou mesmo árbitros. Assim, o contrato deixa de ser mero instrumento privado para se tornar **prova de diligência regulatória**, integrando um sistema híbrido em que a compliance substitui a fiscalização estatal direta - é o contrato como prova documental fática.

O Toolkit, portanto, inaugura uma nova etapa na juridificação do mercado de arte: não se trata de extinguir o anonimato, mas de torná-lo rastreável e auditável, compatibilizando privacidade com accountability: uma transparência mediada, não pública; remodelação da zona cinzenta.

Assim, o direito internacional privado, ao incorporar diretrizes provenientes do mercado e de organismos multilaterais, cria uma nova gramática de regulação: contratos de arte não são apenas trocas patrimoniais, mas também atos de confiança jurídica internacional, que requerem coerência entre regimes legais distintos.

5. CONCLUSÃO

O caso Mary Boone é, antes de tudo, uma alegoria jurídica. Sua ascensão meteórica na Nova York dos anos 1980, marcada pela fusão entre capital, vanguarda estética e especulação, representa a consolidação de um modelo de mercado autorregulado, sustentado por confiança pessoal e anonimato estratégico. Sua queda, entretanto, evidencia que tal modelo possuía uma arquitetura jurídica precária, fundada em práticas informais e fronteiras tênues entre o lícito e o ilícito, com uma realocação equivocada do onde jaz a problemática. O colapso de sua galeria não foi apenas o resultado de uma fraude fiscal, mas o sintoma de uma estrutura global em que o segredo é institucionalizado e a opacidade, elevada à condição de princípio funcional do contrato.

Ao longo das últimas décadas, o mercado de arte passou de um regime de opacidade aristocrática - em que o silêncio era privilégio e requisito para sucesso — para um regime de **opacidade regulada**, em que o sigilo é permitido, preferível ainda assim, desde que comprovado e rastreável. Boone e o caso *Hoffman v. L&M Arts* revelam duas faces de uma mesma moeda: **a privatização da normatividade**. No primeiro, o direito penal intervém tardiamente para corrigir o abuso de uma estrutura fiscal privada, um negócio de sucesso transfigurado, um escândalo da arte; no segundo, o direito contratual se revela impotente diante da lógica especulativa do mercado secundário.

A articulação entre os dois casos permite compreender a transição de um modelo de **autonomia privada soberana** para um modelo de **governança contratual monitorada** no mundo da arte. O contrato, que por séculos simbolizou liberdade e autodeterminação, passa a desempenhar funções de vigilância e rastreabilidade, incorporando obrigações típicas do direito público — deveres de diligência, compliance, e documentação exaustiva - em parceria com a soft law e a indispensabilidade do papel do direito privado internacional. Instrumentos como o *Art Transaction Due Diligence Toolkit* consolidam essa virada: o anonimato continua sendo possível,

mas apenas se formalmente justificado, inscrito em cláusulas que permitem auditar a privacidade. O segredo, agora, precisa de prova - e essa prova é o próprio contrato.

O fenômeno da **juridificação da confiança** traduz-se em uma reconfiguração do papel do direito internacional privado. De mero árbitro de conflitos entre leis nacionais, ele passa a funcionar como infraestrutura de regulação global - é a transnormativização do direito internacional (ou melhor, direito transnacional). As cláusulas de eleição de foro, escolha da lei aplicável e confidencialidade não são mais simples disposições técnicas: são instrumentos de poder, que definem qual racionalidade jurídica prevalecerá, se a do mercado, ou a do Estado. **O direito, assim, deixa de ser apenas o que o Estado diz, e passa a ser o que as partes contratam.**

A reconfiguração contemporânea do mercado de arte é, acima de tudo, uma reconfiguração da **linguagem jurídica**. Termos como “opacidade”, “autenticidade”, “anonimato”, “compliance” e “governança” tornam-se conceitos jurídicos de pleno direito, reinterpretados à luz de princípios como boa-fé objetiva, transparência e responsabilidade fiduciária. A arte, por sua vez, devolve ao direito o seu próprio espelho: a imagem de um sistema que tenta disciplinar o indisciplinável: o gosto, o valor, o desejo. O direito não elimina o risco; apenas o **administra simbolicamente**, transformando-o em um verdadeiro checklist, relatório, ou cláusula de auditoria disfarçado de *soft law*.

Emerge desse panorama uma forma de governança híbrida, em que o público e o privado se confundem, e em que a fronteira entre confiança e controle se torna cada vez mais ambígua. O mercado de arte opera como um campo de experimentação do direito global, uma zona perfeita para o recorte de seu estudo: nele, observa-se a substituição do Estado pela reputação, e da sanção pela diligência. O que está em disputa não é mais a existência de regulação, mas quem a exerce e em nome de quem. A galeria, o leilão e o contrato são hoje as novas arenas de soberania, onde se decide o que pode permanecer oculto e o que precisa ser revelado.

O futuro, portanto, não aponta para o desaparecimento do sigilo, mas para a sua reconfiguração jurídica. A arte continuará a exigir privacidade, mas essa privacidade será sempre acompanhada de rastros, metadados e declarações de origem. O anonimato continuará possível, e um tanto primordial para o negócio, mas apenas dentro de parâmetros verificáveis. O segredo continuará a existir, mas como categoria contratual, e não como privilégio, assimetria. É nesse novo paradigma que o direito internacional privado encontra sua vocação contemporânea: não como força repressiva, mas como mediador da opacidade legítima, permitindo que a confidencialidade coexista com a responsabilidade.

Em última instância, o caso Boone simboliza o ponto de inflexão de toda uma era. O “dinheiro da arte”, que outrora circulava em esferas de prestígio e exceção, tornou-se numericamente o mesmo, mas juridicamente outro. O capital simbólico foi substituído por capital regulado; a intuição estética, por *due diligence*. É nesse hiato entre a norma e a obra, ou o artista, que o mercado de arte continua a operar, e é ali também que o direito é constantemente chamado a reinventar-se.

Como canta o *Vampire Weekend*, em sua elegia contemporânea à própria Boone,

“We always wanted money, now the money’s not the same”³¹⁵

O verso sintetiza com precisão o deslocamento histórico que este artigo procurou demonstrar: o dinheiro não é mais o mesmo porque deixou de ser apenas um meio de troca, tornou-se a personificação do contrato, um documento jurídico, uma narrativa de transparência, uma prova de diligência. As galerias privadas permanecem, assim, como símbolo de um mercado que ainda vive entre a sombra e a norma, entre o desejo e o dever. A arte, afinal, continua sendo o último espaço onde o direito precisa aprender a ouvir, e não apenas a julgar.

315 Vampire Weekend. **Mary Boone**. No álbum **Only God Was Above Us**. Nova York: Columbia Records, 2024.

REFERÊNCIAS

ANGELINI, Francesco; CASTELLANI, Massimiliano. **Cultural and economic value: a critical review.** *Journal of Cultural Economics*, v. 43, p. 173–188, 2018.

ANGELINI, Francesco; CASTELLANI, Massimiliano. **Understanding the artwork pricing: some theoretical models.** 2017.

BATOR, Paul M. **An Essay on the International Trade in Art.** *Stanford Law Review*, v. 34, n. 2, p. 275–384, 1982. Disponível em: <https://doi.org/10.2307/1228349>. Acesso em: 5 dez.2025.

CENTER FOR ART LAW. **Anti-Money Laundering Regulations and the Art Market: EU, US, and UK Comparative Study by Jurisdiction.** Brooklyn: Center for Art Law, dez. 2023. Disponível em: <https://itsartlaw.org>. Acesso em: 5 dez. 2025.

DEZALAY, Yves; GARTH, Bryant. **Merchants of Law as Moral Entrepreneurs: Constructing International Justice from the Competition for Transnational Business Disputes.** *Law & Society Review*, v. 29, n. 1, p. 27–64, 1995. DOI: 10.2307/3054053.

GELFAND, Sarah Elizabeth. **The FAR and the National Gallery of Art: Regulating Art Acquisitions in the Nation's Art Museum.** *Public Contract Law Journal*, v. 45, n. 1, p. 101–122, 2015. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/26419499>. Acesso em: 5 dez.2025.

MACHADO, Diogo de Oliveira. **Anti-money laundering regulation on the Brazilian art market.** *Revista Jurídica da Presidência*, Brasília, v. 21, n. 123, p. 95–121, fev./maio 2019. DOI: 10.20499/2236-3645.RJP2019v21e123-1769.

MOUREAU, Nathalie; SAGOT-DUVAUROUX, Dominique. **Four Business Models in Contemporary Art.** *International Journal of Arts*

Management, v. 14, n. 3, p. 44–56, 2012. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/41721418>. Acesso em: 5 dez. 2025.

MYARTBROKER. **The Art Market Is More Regulated Than You Think**. *Edition Magazine*, 6 ago. 2025. Disponível em: <https://www.myartbroker.com/investing/articles/art-market-regulations>. Acesso em: 5 dez. 2025.

PETERSON, Karin E. **The distribution and dynamics of uncertainty in art galleries: A case study of new dealerships in the Parisian art market**, 1985–1990. *Poetics*, v. 25, p. 241–263, 1997.

PLATTNER, Stuart. **High Art Down Home: An Economic Ethnography of a Local Art Market**. Chicago: University of Chicago Press, 1996.

SALIB, Peter N. The Law of Banksy: **Who Owns Street Art?** *The University of Chicago Law Review*, v. 82, n. 4, p. 2293–2328, 2015. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/43655484>. Acesso em: 5 dez. 2025.

SÁ-EARP, F.; KORNIS, G. **O mercado das artes visuais: características e tendências**. In: CALABRE, L. (org.). **Políticas culturais: pesquisa e formação**. Rio de Janeiro: Edições Casa de Rui Barbosa, 2012. p. 223–247.

TANICO, Daniela. **The Secret Lives of Freeports: An Analysis of the Regulation of Freeports and the Illicit Antiquities Inside**. *Fordham International Law Journal*, v. 45, n. 4, p. 717–748, 2022. Disponível em: <https://ir.lawnet.fordham.edu/ilj>.

TOPOROFF, Andrew. **Accrediting Private Collections to Serve the Public Interest in Art**. *Columbia Journal of Law & the Arts*, v. 44, n. 4, p. 581–608, 2021. Disponível em: <https://journals.library.columbia.edu/index.php/lawandarts>.

TRUBEK, David M.; DEZALAY, Yves; BUCHANAN, Ruth; DAVIS, John R. **Global Restructuring and the Law: Studies of the Internationalization of Legal Fields and the Creation of Transnational Arenas. Case Western Reserve Law Review**, v. 44, n. 2, p. 407–498, 1994. Disponível em: <https://scholarlycommons.law.case.edu/caselrev/vol44/iss2/5>.

UNITED STATES COURT OF APPEALS FOR THE FIFTH CIRCUIT. Marguerite Hoffman v. L&M Arts et al., Nos. 15-10046 e 15-10293, opinião publicada em 28 set. 2016. Washington, D.C.: U.S. Court of Appeals, 2016. Disponível em: <https://casetext.com/case/hoffman-v-lm-arts>.

**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**

***THE UNCONSTITUTIONALITY OF THE IBS AND CBS TAX REGIME
REGARDING CREDIT RIGHTS INVESTMENT FUNDS (FIDCS)
DEDICATED TO THE EARLY SETTLEMENT OF RECEIVABLES***

*Ricardo Alessandro Castagna (CEU)*³¹⁶

*Pedro Terra (Universidade de São Paulo)*³¹⁷

Resumo: O presente artigo tem por objeto o exame da constitucionalidade e legalidade do regime tributário do Imposto sobre Bens e Serviços (IBS) e da Contribuição sobre Bens e Serviços (CBS) incidentes sobre operações realizadas por Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs) dedicados à liquidação antecipada de recebíveis. O método adotado para empreender este estudo foi a revisão bibliográfica de literatura nacional e estrangeira sobre o tema, bem como a pesquisa da legislação aplicável. O resultado da pesquisa aponta para (i) constitucionalidade e legalidade da sistemática geral de tributação dos fundos de investimento; (ii) inconstitucionalidade e ilegalidade do tratamento diferenciado de FIDCs em comparação com outros fundos de investimento; e (iii) inconstitucionalidade e ilegalidade da diferenciação promovida entre FIDCs dedicados à liquidação antecipada de recebíveis de títulos de crédito e aqueles dedicados aos recebíveis de arranjos de pagamento. Em conclusão,

316 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.

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

são inconstitucionais e ilegais os arts. 193, § 5º e 219, § 6º da Lei Complementar nº 214/25.

Palavras-Chave: Fundos de Investimento em Direitos Creditórios. Reforma Tributária do Consumo. Lei Complementar nº 214/25.

Abstract: This article aims to examine the constitutionality and legality of the tax regime of the Tax on Goods and Services (IBS) and the Contribution on Goods and Services (CBS) levied on operations carried out by Credit Rights Investment Funds (FIDCs) dedicated to the early settlement of receivables. The method adopted by this study was a review of Brazilian and foreign literature on the subject, as well as research on applicable legislation. The results of the research point to (i) the constitutionality and legality of the general taxation system for investment funds; (ii) the unconstitutionality and illegality of the differentiated treatment of FIDCs in comparison with other investment funds; and (iii) the unconstitutionality and illegality of the differentiation between FIDCs dedicated to the early settlement of credit receivables and those dedicated to receivables from payment arrangements. In conclusion, articles 193, paragraph 5, and 219, paragraph 6, of Complementary Law No. 214/25 are unconstitutional and illegal.

Keywords: Credit Rights Investment Funds. Consumption Tax Reform. Complementary Law No. 214/25.

Sumário: 1. Introdução; 2. O regime jurídico dos FIDCs dedicados à liquidação antecipada de recebíveis; 2.1. Natureza jurídica do fundo de investimento, sua estrutura e o seu funcionamento; 2.2. Os conceitos jurídicos de FIDCs e entidades de investimento; 2.3. A liquidação antecipada de recebíveis e suas diferentes modalidades; 3. O regime tributário de IBS e de CBS aplicável aos FIDCs que antecipam recebíveis; 3.1. As normas constitucionais e gerais de direito tributário relacionadas ao regime específico de IBS e de CBS para serviços financeiros; 3.2. A primeira inconstitucionalidade e ilegalidade: o

tratamento diferenciado de FIDCs em comparação aos demais fundos de investimento; 3.3. A segunda inconstitucionalidade e ilegalidade: o tratamento diferenciado entre FIDCs que antecipam recebíveis com natureza de título de crédito e com natureza de arranjos de pagamento; 4. Considerações finais; Referências bibliográficas.

1. INTRODUÇÃO

O presente artigo propõe uma análise jurídica interdisciplinar pautada em dois importantes ramos do direito, o direito bancário e o direito tributário, com o objetivo de tecer uma crítica ao regime tributário do Imposto sobre Bens e Serviços (IBS) e da Contribuição sobre Bens e Serviços (CBS) incidentes sobre operações realizadas por Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs) e demais fundos de investimento dedicados à atividade de liquidação antecipada de recebíveis, no âmbito da reforma tributária do consumo, com base no conceito jurídico de fundo de investimento e nas normas de direito privado, regulatório e bancário que disciplinam o seu funcionamento.

A abordagem interdisciplinar ora proposta justifica-se pela unidade do ordenamento jurídico e pelos resultados mutuamente frutíferos da reunião de premissas de cada um desses ramos do direito, com o propósito de apresentar uma análise jurídica complexiva, robusta e fundamentada no direito posto.

O regime jurídico aplicável aos FIDCs é regido por normas contidas no Código Civil e em resoluções emanadas pelos órgãos reguladores do Sistema Financeiro Nacional (SFN). Os fundos de investimento, no geral, obedecem à Resolução nº 175/22 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Em especial, as atividades de negociação de recebíveis realizadas por fundos de investimento, alvo do tratamento tributário mais gravoso, são reguladas pela Resolução nº 4.734/19 do Conselho Monetário Nacional (CMN).

Em paralelo, a disciplina jurídico-tributária aplicável aos FIDCs, no âmbito da reforma tributária do consumo, encontra-se delineada

na Emenda Constitucional (EC) nº 132/23 e na Lei Complementar (LC) nº 214/25. Em apertada síntese, a EC nº 132/23 promoveu alterações significativas no Sistema Tributário Nacional, dentre as quais a principal é a substituição dos antigos tributos sobre o consumo (PIS, COFINS, IPI³¹⁸, ICMS, ISS) por novos tributos (IBS, CBS e IS), que incidem de forma ampla sobre bens e serviços. Por seu turno, a LC nº 214/25 instituiu os novos tributos, estabeleceu normas gerais relativas àquelas exações e criou o regime específico aplicável aos serviços financeiros, inclusive aqueles relacionados aos fundos de investimento.

Ocorre que o desenho adotado pela LC nº 214/25 quanto ao regime tributário dos fundos de investimento desconsiderou características importantes dos institutos de direito privado, com ênfase para o direito bancário, que regem a atividade dos fundos de investimento que antecipam recebíveis. Nesse cenário, emerge a potencial inconstitucionalidade na formatação do regime tributário dos fundos de investimento que se dedicam àquela atividade, a qual será objeto de análise deste artigo. O problema sob análise, portanto, reside na investigação da eventual inconstitucionalidade da incidência de IBS e de CBS sobre a atividade de liquidação antecipada de recebíveis realizada por FIDCs.

A hipótese do artigo é de que os dispositivos da LC nº 214/25 que instituem o regime específico dos FIDCs dedicados à atividade de antecipação de recebíveis ignoram a natureza jurídica dos fundos de investimento e a materialidade constitucional de IBS e de CBS e, portanto, incorrem em grave inconstitucionalidade em violação aos arts. 156-A, 150 e 145 da Constituição Federal (CF).

O artigo será dividido em dois grandes eixos, quais sejam (i) a delimitação do regime jurídico de direito bancário dos FIDCs dedicados à atividade de antecipação de recebíveis; e (ii) a análise da constitucionalidade e da legalidade do regime tributário de IBS e

318 O IPI especificamente não será extinto, mas suas alíquotas serão reduzidas a zero para contribuintes localizados na ZFM.

de CBS aplicável aos FIDCs dedicados à atividade de antecipação de recebíveis.

2. O REGIME JURÍDICO DOS FIDCS DEDICADOS À LIQUIDAÇÃO ANTECIPADA DE RECEBÍVEIS

2.1. NATUREZA JURÍDICA DO FUNDO DE INVESTIMENTO, SUA ESTRUTURA E O SEU FUNCIONAMENTO

Os fundos de investimento são organizados sob a forma de condomínio de natureza especial, nos termos da definição do art. 1.368-C do Código Civil.³¹⁹ A sua natureza jurídica foi introduzida no Código Civil a partir da Lei nº 13.874/19, também conhecida como Lei de Liberdade Econômica, cujo objetivo foi, entre outros, incrementar a segurança jurídica do regime aplicável aos fundos de investimento, na qualidade de entes despersonalizados.

A definição legal apresenta elementos importantes para caracterização jurídica dos fundos de investimento. São eles: (i) a comunhão de recursos; (ii) a forma de condomínio de natureza especial; e (iii) a destinação dos recursos à aplicação em ativos financeiros, bens e direitos de qualquer natureza.

O primeiro elemento revela que o fundo de investimento nada mais é do que um patrimônio. Seja na área comercial e financeira, seja na administração pública, o fundo consiste em um patrimônio com destino específico, que afeta bens a determinadas finalidades e se submete a um regime jurídico próprio.³²⁰ Em especial, o fundo de investimento corresponde a uma comunhão de recursos, na medida em que o patrimônio do fundo é formado a partir da congregação

319 “Art. 1.368-C. O fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio de natureza especial, destinado à aplicação em ativos financeiros, bens e direitos de qualquer natureza.”

320 WALD, Arnaldo. Da natureza jurídica do fundo imobiliário. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v. 29, n. 80, p. 15-23, out./dez. 1990, p. 15.

de recursos de investidores que buscam uma gestão profissional.³²¹ Desse modo, a comunhão de recursos permite o compartilhamento de risco e diversificação de investimentos, com a facilitação do acesso a ativos restritos a investidores de maior porte e a vantagem de uma administração especializada e profissionalizada.³²²

O segundo elemento da definição de fundos de investimento reside na ausência de personalidade jurídica, porquanto se organiza na forma condominial. Com efeito, trata-se de um verdadeiro patrimônio de afetação, desprovido de personalidade jurídica, mas atrelado a um fim específico. Em razão disso, o patrimônio do fundo de investimento, por sua natureza, não se identifica com o capital societário,³²³ nem com o condomínio civil.³²⁴ Em síntese, os fundos de investimento são condomínios, sem personalidade jurídica, constituídos a partir da comunhão de recursos destinados à aplicação em carteira de ativos.³²⁵

O terceiro elemento é a destinação dos recursos, a qual confere unidade aos fundos de investimento. É a destinação que justifica a congregação dos recursos em prol de uma finalidade comum de obtenção de rendimentos mediante a administração eficiente dos recursos. Por essa razão, todo fundo de investimento deve afetar os recursos a alguma destinação. Segundo a destinação eleita para determinado fundo de investimento, ele será enquadrado em alguma

321 BORGES, Florinda Figueiredo. Os fundos de investimento: reflexões sobre a sua natureza jurídica. In: AZEVEDO, Erasmo Valladão; FRANÇA, Novaes (coord.). **Direito societário contemporâneo I**. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 44.

322 BIFANO, Elidie Palma. Tributação de fundos de investimento: aspectos controversos. **Direito tributário e os conceitos do direito privado**. São Paulo: Noeses, 2010, p. 325-326.

323 MUÑOZ, Cristina Gamarra. Instituciones de inversión colectiva: una especial referencia a su problemática contable. **Anales de estudios económicos y empresariales**, Valladolid, n. 11, p. 207-228, 1996, p. 218-217.

324 BRANCO, Amanda Castelo; LORIA, Daniel Abraham. Experiências Práticas, Regulamentação e Tributação do Fundo de Investimento em Direitos Creditórios - FIDC. p. 303-304. In: LORIA, Daniel Abraham; LAULETTA, Andrea Bazzo (Coord.). **Tributação de fundos de investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2022, p. 301-343.

325 EIZIRIK, Nelson. **Temas de direito societário**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 549-550.

categoria e, por consequência, estará sujeito a regimes jurídicos específicos previstos na Resolução CVM nº 175/22.³²⁶

O desempenho das atividades comuns do fundo de investimento envolve três principais sujeitos de direito. De um lado, os cotistas são os titulares de uma cota do fundo, que são frações do patrimônio de determinada classe, conforme o art. 14 da Resolução CVM nº 175/22. De outro lado, nos termos do art. 80 da Resolução CVM nº 175/22, o funcionamento do fundo materializa-se somente com a atuação dos seus prestadores de serviços essenciais, a saber, o administrador e o gestor.

O cotista é titular de frações ideais do patrimônio do fundo de investimentos, representadas por cotas, que conferem direitos e obrigações iguais aos seus titulares (art. 3º, XIV da Resolução CVM nº 175/22). Da perspectiva do cotista, há três formas juridicamente estabelecidas para obtenção do retorno do capital investido, quais sejam: (i) a amortização de cotas (redução no valor proporcional de cada cota aprovada em assembleia); (ii) o resgate de cotas (cancelamento da cota e conversão em valores monetários); e (iii) a alienação de cotas (transferência voluntária a outro investidor).³²⁷

O administrador é a pessoa jurídica, instituição financeira ou assemelhada, autorizada pela CVM ao exercício da administração de uma carteira de valores mobiliários (art. 3º, I da Resolução CVM nº 175/22). As funções do administrador do fundo envolvem aspectos gerenciais, como a contratação de tesouraria, escrituração de cotas e auditoria independente.³²⁸

326 “Art. 4º O fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio de natureza especial, destinado à aplicação em ativos financeiros, bens e direitos, de acordo com a regra específica aplicável à categoria do fundo.”

327 BRANCO, Amanda Castelo; LORIA, Daniel Abraham. *Experiências Práticas, Regulamentação e Tributação do Fundo de Investimento em Direitos Creditórios - FIDC*. p. 303-304. In: LORIA, Daniel Abraham; LAULETTA, Andrea Bazzo (Coord.). **Tributação de fundos de investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2022, p. 301-343.

328 “Art. 83. Incluem-se entre as obrigações do administrador contratar, em nome do fundo, com terceiros devidamente habilitados e autorizados, os seguintes serviços: I – tesouraria, controle e processamento dos ativos; II – escrituração das cotas; e III – auditoria independente, nos termos do art. 69. (...)”

O gestor do fundo de investimento, por seu turno, é pessoa física ou jurídica autorizada pela CVM a exercer a competência de negociar e contratar os ativos que integram a carteira de investimentos do fundo (art. 3º, XXVII e art. 86 da Resolução CVM nº 175/22). No seu âmbito de atuação, o gestor realiza a intermediação de operações para a carteira de ativos, a distribuição de cotas, a consultoria de investimentos, entre outras atribuições previstas no regulamento.³²⁹

Os serviços de administração e de gestão do fundo de investimentos são remunerados por meio de taxas explícitas cobradas do fundo em razão dos serviços prestados a ele (art. 3º, XXXIII e XXXIV da Resolução CVM nº 175/22). O valor das taxas de administração e gestão é expresso em percentual anual fixo do patrimônio líquido ou em um valor nominal em moeda corrente nacional, conforme definido no regulamento (art. 48, § 1º, XIX, 'a' e 'b' da Resolução CVM nº 175/22).

A título de estabelecimento de premissa, considerando que o fundo de investimento corresponde a um patrimônio titularizado por um conjunto de cotistas, administrado por uma pessoa jurídica e gerido por pessoa física ou jurídica, convém explicitar que a incidência tributária, qualquer que seja o tributo, necessariamente recai sobre algum desses agentes diretamente ligados à estrutura e ao funcionamento do fundo de investimento.

2.2. OS CONCEITOS JURÍDICOS DE FIDCS E ENTIDADES DE INVESTIMENTO

A definição legal de FIDC e de entidades de investimento faz parte do regime jurídico dos fundos de investimentos e passou a ser relevante para fins tributários a partir das alterações legislativas promovidas pela LC nº 214/25 e pela Lei 14.754/23.

329 “Art. 85. Inclui-se entre as obrigações do gestor contratar, em nome do fundo, com terceiros devidamente habilitados e autorizados, os seguintes serviços: I – intermediação de operações para a carteira de ativos; II – distribuição de cotas; III – consultoria de investimentos; IV – classificação de risco por agência de classificação de risco de crédito; V – formador de mercado de classe fechada; e VI – cogestão da carteira de ativos. (...)”

A definição jurídica dos FIDCs é detalhada na Resolução CVM nº 175/22, para fins regulatórios, e na Lei 14.754/23, para fins tributários. Em primeiro lugar, no âmbito regulatório, o critério determinante para caracterização específica dos fundos de investimento reside no tipo de ativos financeiros, bens e direitos a que se destinam os seus recursos (art. 4º da Resolução CVM nº 175/22).

Por óbvio, os ativos que caracterizam os FIDCs são os direitos creditórios. Em linhas gerais, a expressão “direitos creditórios” designa créditos adquiridos de terceiros de forma onerosa.³³⁰ O conceito regulatório de direitos creditórios abrange (i) direitos e títulos; (ii) valores mobiliários; (iii) certificados de recebíveis e outros valores mobiliários representativos de operações de securitização, que não sejam lastreados em direitos creditórios não-padronizados; e (iv) cotas de outros FIDCs, por equiparação (art. 2º, XII, ‘a’, ‘b’, ‘c’ e ‘d’, do Anexo II à Resolução CVM nº 175/22). Desse modo, a carteira de investimentos de um FIDC deve ser formada por aplicações em direitos creditórios, os quais representam direitos originários de operações de conteúdo financeiro (inclusive arranjos de pagamento), comercial, industrial, imobiliário ou de prestação de serviços, por exemplo.

Os requisitos de natureza regulatória para qualificação de um fundo de investimento como um FIDC são (i) alocar mais de 50% dos recursos do fundo em direitos creditórios; e (ii) alocar o restante dos recursos em ativos financeiros de liquidez (art. 44 do Anexo II à Resolução CVM nº 175/22). O objetivo regulatório dessa definição é compensar o risco dos ativos consubstanciados em direitos creditórios com outros ativos dotados de alta liquidez e, por consequência, baixo risco.³³¹

330 BRANCO, Amanda Castelo; LORIA, Daniel Abraham. Experiências Práticas, Regulamentação e Tributação do Fundo de Investimento em Direitos Creditórios - FIDC. p. 303-304. In: LORIA, Daniel Abraham; LAULETTA, Andrea Bazzo (Coord.). **Tributação de fundos de investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2022, p. 310.

331 FERRAZ, Diogo; PERES, Lucas. Lei nº 14.754/2023 e assimetrias tributárias – regulatórias: FIA, FIDC e direitos creditórios. In: CASTRO, Leonardo Freitas de Moraes e; BARBOSA, Hermano Notaroberto; MONGUILLOD, Ana Carolina (coord.). **Nova tributação de investimentos offshore e de fundos de investimento: teoria e prática da Lei nº 14.754/23**. São Paulo: Quartier Latin, 2024, p. 542.

Em paralelo, a definição jurídica de FIDCs, prevista na Lei nº 14.754/23 para fins tributários, altera (i) a porcentagem mínima de ativos qualificados como direitos creditórios, que foi elevada para 67%; e (ii) o conceito de direitos creditórios, cujo conteúdo foi restringido conforme Resolução CMN nº 5.111/23, mediante a exclusão de (a) debêntures não conversíveis ou sem participação nos lucros objeto de distribuição pública e (b) notas comerciais objeto de distribuição pública (art. 4º, § 1º, IV e V).

Ante o exposto, é de se ver que os FIDCs atuam como um dos principais instrumentos de securitização, pois convertem créditos oriundos de operações industriais, comerciais, financeiras ou de prestação de serviços em títulos negociáveis no mercado de capitais.³³²

Em ambos os casos, a forma jurídica de direito privado dos FIDCs permanece com o caráter de condomínio aberto ou fechado, consoante o art. 1.368-C do Código Civil e o art. 4º da Resolução CVM nº 175/22. A propósito, a jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça (STJ) adota a posição de que a natureza jurídica específica dos FIDCs é de condomínio aberto ou fechado sujeito às normas especiais pertinentes ao mercado financeiro.³³³

A diferença entre um condomínio aberto ou fechado é a possibilidade de desinvestir a qualquer tempo ou não. O condomínio é aberto quando os cotistas podem desinvestir a qualquer tempo nas condições do regulamento e fechado quando as cotas somente podem ser resgatadas ao término do prazo de duração do fundo ou de uma classe de cotas.³³⁴ O art. 44 da Resolução CVM nº 175/22 autoriza ao administrador e ao gestor, isolada ou conjuntamente, declarar o

332 LORIA, Eli; KALANSKY, Daniel. Responsabilidade e deveres do custodiante de FIDCs. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (org.). **Atualidades em direito societário e mercado de capitais**: fundos de investimento. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021, p. 470.

333 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça - STJ. RCD no AgInt no AREsp nº 1426887/SP, Relator Villas Bôas Cueva, Terceira Turma, j. 03/06/2024, DJe 05/06/2024.

334 BRANCO, Amanda Castelo; LORIA, Daniel Abraham. Experiências Práticas, Regulamentação e Tributação do Fundo de Investimento em Direitos Creditórios - FIDC. p. 303-304. In: LORIA, Daniel Abraham; LAULETTA, Andrea Bazzo (Coord.). **Tributação de fundos de investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2022, p. 311.

fechamento do condomínio em decorrência de pedidos de resgate incompatíveis com a liquidez existente no fundo.

Os serviços financeiros relacionados a um FIDC realizam-se no âmbito da administração, da gestão e da custódia dos direitos creditórios e ativos de liquidez que compõem a carteira do fundo. Em razão disso, além dos sujeitos de direito já mencionados, existem outros prestadores de serviços obrigatórios dos FIDCs, devido às particularidades da atuação no mercado de direitos creditórios, a saber: (i) o custodiante; (ii) a agência de classificação de risco; e (iii) distribuidor.

O custodiante é entidade credenciada pela CVM a realizar os serviços de (i) liquidação física, financeira ou eletrônica dos direitos creditórios; (ii) cobrança e recebimento de rendimentos relativos à carteira mediante depósito em conta de titularidade do fundo; e (iii) realização da guarda da documentação relativa ao lastro dos direitos creditórios (art. 39 do Anexo II à Resolução CVM nº 175/22).

A agência de classificação de risco é a entidade responsável por atribuir o risco aos ativos componentes da carteira de investimentos do FIDC (parágrafo 2º, II da Resolução 2.907/01 do Banco Central e art. 13, V do Anexo II à Resolução CVM nº 175/22). Trata-se de uma entidade de contratação obrigatória para informar ao investidor a perspectiva de recebimento do valor investido.³³⁵

O distribuidor, por sua vez, refere-se a uma ou várias instituições integrantes do sistema de distribuição de títulos e valores mobiliários com o propósito de distribuir os valores mobiliários no mercado ou garantir a subscrição da emissão.³³⁶

335 BRANCO, Amanda Castelo; LORIA, Daniel Abraham. Experiências Práticas, Regulamentação e Tributação do Fundo de Investimento em Direitos Creditórios - FIDC. p. 303-304. In: LORIA, Daniel Abraham; LAULETTA, Andrea Bazzo (Coord.). **Tributação de fundos de investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2022, p. 311.

336 ANBIMA. **Produtos de captação**: Fundos de Investimento em Direitos Creditórios. 2. ed. Rio de Janeiro: ANBIMA, 2015, p. 22. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/estudos/fundos-de-investimento/produtos-de-captacao/produtos-de-captacao.htm. Acesso em: 15/11/2025.

A contratação dos serviços de custódia, da agência de classificação de riscos e dos serviços de distribuição é realizada pelo administrador do fundo (art. 30 do Anexo II à Resolução CVM nº 175/22), e a remuneração de cada um deles é definida em termos expressos nos contratos de prestação de serviços.

Bem fixados a definição jurídica e o funcionamento dos FIDCs, convém analisar o conceito de “entidade de investimento”, introduzido no ordenamento jurídico pela Lei nº 14.754/23 para fins de tributação da renda.

A Lei nº 14.754/23 instituiu um regime tributário de fundos de investimento conhecido como “come-cotas”, que implementa uma cobrança periódica de Imposto de Renda sobre os rendimentos dos fundos de investimento. De acordo com o art. 17 da lei, todos os rendimentos provenientes de fundos de investimento sujeitam-se à retenção periódica de 15%, a título de IRRE, no último dia útil dos meses de maio e de novembro. Contudo, o art. 18 da mesma lei excepcionou do regime de tributação periódica os fundos de investimentos das categorias (i) Fundo de Investimento em Participações (FIP); (ii) Fundo de Investimento em Índice de Mercado ou *Exchange Traded Fund* (ETF); e (iii) FIDCS, desde que sejam classificados como entidades de investimento.³³⁷

Por seu turno, o art. 23 da Lei nº 14.754/23 definiu o conceito de “entidade de investimento” a partir de três elementos: (i) existência de estrutura de gestão profissional; (ii) representação por agentes ou prestadores de serviços com poderes para tomar decisões de investimento e de desinvestimento de forma discricionária; e (iii) propósito de obtenção de retorno por meio da valorização do capital

337 “Art. 18. Quando forem enquadrados como entidades de investimento e cumprirem os demais requisitos previstos nesta Seção, ficarão sujeitos ao regime de tributação de que trata esta Seção os seguintes fundos de investimento: I - Fundo de Investimento em Participações (FIP); II - Fundo de Investimento em Índice de Mercado (*Exchange Traded Fund* - ETF), com exceção dos ETFs de Renda Fixa; e III - Fundo de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC).”

investido.³³⁸ Além disso, o mesmo dispositivo atribuiu ao CMN o poder de regulamentar a definição de “entidade de investimento”.

Para além dos requisitos acima enumerados, a Resolução CMN nº 5.111/23, editada com o propósito de regulamentar o art. 23 da Lei nº 14.754/23, detalhou os elementos legais, com a indicação expressa de características que qualificam ou desqualificam um fundo de investimento como entidade de investimento. Por um lado, nesta tarefa, a resolução especifica as estratégias para geração de retorno ao investidor que devem ser adotadas (art. 2º, § 1º, III, ‘a’, ‘b’ e ‘c’ da Resolução CMN nº 5.111/23). Por outro, no âmbito das características que desqualificam um fundo como entidade de investimento, a resolução elenca (i) a influência do cotista majoritário nas decisões e ordens relativas à composição da carteira do fundo; (ii) confusão entre controle do fundo de investimento e de pessoa jurídica; (iii) confusão entre administração de fundo de investimento e de empresas investidas; e (iv) poder de veto ou decisões de cotistas majoritários pessoa física (art. 2º, § 2º, I, II, III e IV da Resolução CMN nº 5.111/23).

O objetivo da lei é o de conter planejamentos tributários abusivos que se utilizem da forma jurídica dos fundos de investimento em sociedades disfarçadas para evitar a tributação periódica da renda. A partir da concessão de um regime de isenção da tributação periódica, a Lei nº 14.754/23 privilegia aqueles fundos de investimento considerados “de mercado”, porque funcionam como um veículo de investimento orientado por decisões técnicas, sem grande interferência dos cotistas nas decisões de investimento do fundo.³³⁹

338 “Art. 23. Para fins do disposto nesta Lei, serão classificados como entidades de investimento os fundos que tiverem estrutura de gestão profissional, no nível do fundo ou de seus cotistas quando organizados como fundos de investimento no País ou como fundos ou veículos de investimentos no exterior, representada por agentes ou prestadores de serviços com poderes para tomar decisões de investimento e de desinvestimento de forma discricionária, com o propósito de obter retorno por meio de apreciação do capital investido ou de renda, ou de ambos, na forma a ser regulamentada pelo Conselho Monetário Nacional.”

339 COOKE, Lina Santin Braga; COOKE, Guilherme Fernandes. A natureza controversa do fundo de investimento e sua relação com a tributação. **Revista de Direito Tributário da APET**, São Paulo, n. 51, pp. 399-418, out. 2024/ mar. 2025, p. 416.

Por conseguinte, as definições jurídicas de FIDC e de entidade de investimento não se sobrepõem, mas se relacionam de modo contingente. Um determinado fundo de investimento pode ser qualificado como (i) FIDC e entidade de investimento; (ii) não FIDC e entidade de investimento; (iii) não FIDC e não entidade de investimento; e, por derradeiro, (iv) FIDC e não entidade de investimento. Somente neste último caso, o fundo de investimento encontra-se sujeito à incidência de IBS e de CBS, por ocasião da realização de liquidação antecipada de recebíveis, nos termos do regime específico de serviços financeiros da LC nº 214/25, como se verá adiante.

2.3. A LIQUIDAÇÃO ANTECIPADA DE RECEBÍVEIS E SUAS DIFERENTES MODALIDADES

O elemento distintivo para atribuição de um tratamento diferenciado aos FIDCs na LC nº 214/25 foi a realização da atividade de liquidação antecipada de recebíveis, nas modalidades de título de crédito e de arranjo de pagamento. Em razão disso, convém investigar a disciplina jurídica dessa atividade, a fim de verificar a existência de algum fundamento para tal tratamento diferenciado.

A liquidação antecipada de recebíveis envolve duas prestações principais, pois, de um lado, as sociedades com recebíveis futuros cedem o direito de crédito e, de outro, o FIDC antecipa o recebimento dos valores devidos com um deságio.³⁴⁰ Se o objetivo das sociedades, na celebração desse negócio jurídico, consiste na garantia do fluxo de caixa, o objetivo dos FIDCs é obter um retorno econômico correspondente ao preço pago pelas sociedades pelo adiantamento do crédito.

A liquidação antecipada de recebíveis assemelha-se ao desconto bancário, por apresentar as seguintes características: (i) adiantamento de quantia pela instituição financeira ao cliente; (ii) contrapartida

340 CARVALHO, Mário Tavernand Martins. **Regime jurídico dos fundos de investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 162.

de um título representativo do crédito, ainda não vencido, para com terceiro; e (iii) desconto de uma certa fração do adiantamento, a título de juros, comissões e despesas.³⁴¹

A principal semelhança entre a liquidação antecipada de recebíveis e o desconto bancário reside no aspecto contratual da cessão de crédito relacionada à liquidação antecipada de recebíveis, por meio da qual o cedente assume a responsabilidade não só pelo aceite do crédito, como também pelo adimplemento. Trata-se de uma cessão de crédito com a coobrigação do cedente.³⁴² Sob esse aspecto, a liquidação antecipada de recebíveis ganha contornos similares ao desconto bancário, que se trata de um empréstimo, cujo juro é a dedução feita pelo banqueiro e no qual o descontário fica responsável solidariamente pelo endosso do título de crédito cedido.³⁴³

Uma diferença central, no entanto, emerge entre a liquidação antecipada de recebíveis realizada por FIDCs e o desconto bancário, no tocante à existência ou não da atividade de intermediação financeira. A Lei nº 4.595/64, em seu art. 17, adota uma definição ampla de instituições financeiras, que abrange inclusive a intermediação e aplicação de recursos próprios.³⁴⁴ Em razão dessa amplitude, a definição leva a conclusões absurdas de que qualquer atividade de circulação de recursos que remeta à atividade bancária, caracterizar-se-ia como

341 ABRÃO, Nelson. **Direito bancário**. 15. ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Saraiva, 2014, 160.

342 REQUENA, Rodrigo. Questões controvertidas na recente jurisprudência do STJ relativa aos FIDC: coobrigação do cedente, limitação à cobrança de juros e a suposta qualificação dos FIDC como instituições financeiras. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (org.). **Atualidades em direito societário e mercado de capitais: fundos de investimento**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021, p. 470.

343 CARVALHO DE MENDONÇA, José Xavier. **Tratado de Direito Comercial Brasileiro**. 5. ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1958, v. 6, p. 174.

344 “Art. 17. Consideram-se instituições financeiras, para os efeitos da legislação em vigor, as pessoas jurídicas públicas ou privadas, que tenham como atividade principal ou acessória a coleta, intermediação ou aplicação de recursos financeiros próprios ou de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, e a custódia de valor de propriedade de terceiros. Parágrafo único. Para os efeitos desta lei e da legislação em vigor, equiparam-se às instituições financeiras as pessoas físicas que exerçam qualquer das atividades referidas neste artigo, de forma permanente ou eventual.”

de instituição financeira.³⁴⁵ Para evitar essa extensão exagerada do conceito, a doutrina elaborou um refinamento conceitual acerca da abrangência da definição de instituição e de intermediação financeira.

O critério essencial para caracterização de uma intermediação financeira reside na atividade de intermediação de recursos de terceiros.³⁴⁶ A intermediação financeira necessariamente envolve a atividade de interposição entre aquele que fornece o capital e aquele que precisa deste para fins comerciais e industriais.³⁴⁷ Nas palavras de Waldemar Ferreira, não se confundem o banqueiro e o capitalista, à medida que o primeiro explora individualmente o comércio bancário, e o segundo, por mais que realize empréstimos no exercício da livre disposição de seus capitais, não adota a organização da atividade econômica própria à exploração de operações de banco.³⁴⁸

Ora, os FIDCs não captam depósitos e o capital dos seus investidores, que forma seu patrimônio, não está submetido à obrigatoriedade de devolução. Mesmos os aportes em fundos de investimento organizados na forma de condomínio aberto não podem ser equiparados aos depósitos em instituições financeiras, porque o art. 44 da Resolução CVM nº 175/22 permite aos administradores declararem o fechamento do fundo para resgates em situação de iliquidez dos ativos de sua carteira. Em razão disso, a atividade dos FIDCs não se insere no âmbito de intermediação financeira, na medida em que carece do principal risco bancário, a saber, a conciliação entre o recebimento de recursos com obrigatoriedade de devolução imediata e a capacidade de emprestar os mesmos recursos.³⁴⁹ Desse

345 SALOMÃO NETO, Eduardo. **Direito bancário**. 3. ed. São Paulo: Trevisan, 2020, p. 16-17.

346 WALD, Arnaldo. A evolução do conceito de instituição financeira. **Revista de Direito Bancário e Mercado de Capitais**, São Paulo, v. 28, pp. 220-229, jun., 2005.

347 CARVALHO DE MENDONÇA, José Xavier. **Tratado de Direito Comercial Brasileiro**. 5. ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1958, v. 6, p. 7.

348 FERREIRA, Waldemar. **Tratado de Direito Comercial**. São Paulo: Saraiva, 1960, p. 247-248.

349 REQUENA, Rodrigo. Questões controvertidas na recente jurisprudência do STJ relativa aos FIDC: coobrigação do cedente, limitação à cobrança de juros e a suposta qualificação dos FIDC como instituições financeiras. In: HANSZMANN, Felipe;

modo, assenta-se que não há prestação do serviço de intermediação financeira no âmbito da liquidação antecipada de recebíveis realizada pelos FIDCs.

Para os propósitos desse artigo, em razão da conformação do regime tributário instituído pela LC nº 214/25, há duas modalidades de realização da liquidação antecipada de recebíveis em função da espécie de recebível liquidado antecipadamente.

A primeira modalidade é a liquidação antecipada por meio de desconto de duplicatas, notas promissórias, cheques e outros títulos, tem como objeto títulos de crédito, os quais, em definição sucinta, são documentos que consubstanciam um direito de crédito, ou seja, que provam a existência de uma relação de crédito entre dois sujeitos: aquele que concede (credor) e aquele que se beneficia (devedor).³⁵⁰

A segunda modalidade é a liquidação antecipada por meio de arranjos de pagamento. A sua estrutura, em essência, é semelhante à espécie anterior, mas a relação jurídica contratual é estabelecida entre o usuário final (estabelecimento comercial) e a credenciadora. Para especificar essa ideia, é preciso explicar brevemente o funcionamento dos arranjos de pagamento.

As bandeiras de cartão de crédito são sociedades empresárias que instituem e operam os chamados arranjos de pagamento com cartões, ambiente que conecta, de um lado, as instituições emissoras de cartões e seus titulares e, de outro, as instituições credenciadoras (que operam as “maquininhas” de cartões) e os estabelecimentos comerciais.³⁵¹

Nesses arranjos, os instituidores são responsáveis por intermediar o fluxo informacional entre as duas pontas, a pagadora e a recebedora, de modo a possibilitar a troca de informações entre as instituições emissoras de cartões e as instituições credenciadoras,

HERMETO, Lucas (org.). **Atualidades em direito societário e mercado de capitais: fundos de investimento**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021, p. 510.

350 VIVANTE, Cesare. **Trattato di Diritto Commerciale**. 4. ed. v. 3. Milano: Francesco Vallardi, 1934, p. 118-120.

351 COHEN, Gabriel Schwartzman. **Direito dos Meios de Pagamento**. São Paulo: Quartier Latin, 2023, p. 136.

necessárias para a liquidação das transações econômicas. As trocas de informação são essenciais para garantir a segurança nos arranjos de pagamento na medida em que visam assegurar que o portador de fato comandou a operação.³⁵²

As transações econômicas realizadas junto a um arranjo de pagamento com cartão envolvem três transferências diferentes: na primeira, o montante do pagamento é transferido do portador do cartão para a instituição emissora; na segunda, da emissora para a credenciadora; e, na terceira, da credenciadora ao estabelecimento comercial. Dessa forma, sob uma perspectiva estritamente jurídica, uma compra e venda celebrada com a utilização de um arranjo de pagamento de cartões envolve três obrigações de pagamento distintas, entre as quais emissores e credenciadoras são remunerados por meio de tarifas pelo uso do serviço.³⁵³

A obrigação objeto da liquidação antecipada de recebíveis de arranjos de pagamento mencionada na LC nº 214/25 é apenas aquela entre a credenciadora e o usuário final (estabelecimento comercial). Nesse sentido, a Resolução CMN nº 4.734/2019, que disciplina a negociação de recebíveis, define os recebíveis de arranjos de pagamento como direitos creditórios relativos às obrigações de pagamento de credenciadoras aos usuários finais.³⁵⁴

Por conseguinte, o elemento relevante para distinção entre as duas formas de antecipação de recebíveis é basicamente a natureza do direito creditório cuja liquidação é antecipada pela instituição financeira ou pelo fundo de investimento.

Ante o exposto, independentemente da espécie de recebível, a natureza da operação permanece a mesma, qual seja: aquisição

352 COHEN, Gabriel Schwartzman. **Direito dos Meios de Pagamento**. São Paulo: Quartier Latin, 2023, p. 137-138.

353 COHEN, Gabriel Schwartzman. **Direito dos Meios de Pagamento**. São Paulo: Quartier Latin, 2023, p. 139-140).

354 “Art. 2º Para fins do disposto nesta Resolução, consideram-se:

I - recebíveis de arranjo de pagamento: os direitos creditórios presentes ou futuros relativos a obrigações de pagamento de instituições credenciadoras e subcredenciadoras aos usuários finais recebedores constituídos no âmbito de arranjo de pagamento baseado em conta pós-paga e de depósito à vista integrante do SPB; (...).”

de ativos financeiros representativos de direitos creditórios, com a consequente disponibilização de capital de giro para os comerciantes e industriais titulares destes direitos creditórios.

É de se ver, portanto, que a distinção entre as formas de antecipação de recebíveis não tem nenhuma relevância para conformação do regime tributário dos fundos de investimento, porque, em ambos os casos, o FIDC assume a forma de uma entidade despersonalizada, a qual não presta serviços financeiros nem mesmo realiza atividade de intermediação financeira. Com efeito, os serviços de administração, gestão e custódia são exercidos por outros sujeitos de direito, com os quais os FIDCs se relacionam, porém não se identificam.

Discriminar, para fins tributários, as referidas operações não é justificável, na medida em que a antecipação de recebíveis consiste numa operação idêntica, cuja natureza não se altera independentemente da espécie de recebível liquidado antecipadamente. No entanto, a LC nº 214/25 estabeleceu uma injustificada diferenciação entre ambas para fins de dimensionamento da base de cálculo de IBS e de CBS.

3. O REGIME TRIBUTÁRIO DE IBS E DE CBS APLICÁVEL AOS FIDCS QUE ANTECIPAM RECEBÍVEIS

3.1. AS NORMAS CONSTITUCIONAIS E GERAIS DE DIREITO TRIBUTÁRIO RELACIONADAS AO REGIME ESPECÍFICO DE IBS E DE CBS PARA SERVIÇOS FINANCEIROS

A LC nº 214/25, instituidora de IBS e de CBS, encontra-se em posição hierarquicamente inferior às normas constitucionais e às normas gerais de direito tributário consubstanciadas no Código Tributário Nacional (CTN). Em razão disso, a validade jurídica do regime tributário de IBS e de CBS aplicável aos fundos de investimento e, em especial, aos FIDCS dedicados à liquidação antecipada de recebíveis deve ser avaliada em confronto com os limites constitucionais e legais decorrentes dessas duas fontes do direito.

O direito tributário brasileiro é amplamente constitucionalizado, a ponto de a Constituição Federal reservar um capítulo ao Sistema Tributário Nacional. Em decorrência disso, as normas constitucionais delimitam em grande medida a forma de exercício do poder de instituição de tributos. Nesse particular, as normas que conferem a uma pessoa jurídica de direito público o poder de instituir tributos por meio de lei são as normas de competência tributária. Em apertada síntese, a norma de competência tributária identifica-se com a permissão constitucional para criar tributos, ou seja, um direito subjetivo de editar normas tributárias.³⁵⁵

Para além de conferir poderes, a norma de competência tributária também estabelece um limite rígido ao exercício do poder de instituir tributos, na medida em que os destinatários da norma de competência não podem redefinir o termo empregado pela Constituição. Com efeito, os termos constantes dos dispositivos constitucionais que veiculam normas de competência expressam conceitos, ou seja, conotam propriedades necessárias e suficientes para configuração da regra de incidência tributária.³⁵⁶ Desse modo, o exercício do poder de tributar encontra-se subordinado ao conceito estipulado pela norma constitucional de competência tributária.

A EC nº 132/23 introduziu no texto constitucional uma nova competência tributária para instituição de dois tributos, a saber, IBS e CBS, os quais devem necessariamente obedecer às mesmas regras em relação a fatos geradores, bases de cálculo, hipóteses de não incidência e sujeitos passivos (art. 149-B, I da CF).

Trata-se de uma competência da União para a instituição da CBS e outra, compartilhada entre Estados e Municípios, os quais detêm, de forma conjunta, o poder para instituir o IBS por meio de lei complementar (art. 156-A da CF). Segundo o mesmo dispositivo, a competência compartilhada cinge-se no poder de instituir tributo

355 CARRAZZA, Roque Antonio. **Curso de direito constitucional tributário**. 28. ed. rev. ampl. e atual. São Paulo: Malheiros, 2012, p. 570.

356 ÁVILA, Humberto Bergmann. **Competências tributárias**: um ensaio sobre as noções de tipo e conceito. São Paulo: Malheiros, 2018, p. 67-68.

sobre bens e serviços. Para os propósitos deste artigo, convém investigar com mais ênfase os limites semânticos do conceito de serviços, a fim de delimitar o escopo do poder de instituição de IBS e de CBS sobre serviços financeiros.

O conceito constitucional de serviços está contido no art. 156-A da CF. A partir da leitura dos enunciados constitucionais componentes desse dispositivo, é possível extrair os limites materiais do conceito de “operações com serviços”. Em primeiro lugar, o termo “operação” denota um ato ou um conjunto de atos com conteúdo jurídico. Em segundo lugar, o emprego dos termos “adquirente” e “fornecedor”, utilizados, por exemplo, nos incisos III e VIII do § 1º do art. 156-A, revelam a existência de um negócio jurídico bilateral no sentido técnico. Em terceiro lugar, a previsão da não cumulatividade, no inciso VIII do § 1º do art. 156-A, exige que tais negócios jurídicos estejam imbricados numa cadeia econômica de produção e consumo. Em quarto lugar, a ressalva da incidência de IBS e de CBS na importação sobre pessoas físicas e jurídicas *“ainda que não sejam sujeitos passivos habituais”*, no inciso II do § 1º do art. 156-A, por oposição, veicula a regra de que, nas operações em geral, os tributos devem incidir sobre pessoas físicas e jurídicas que sejam sujeitos passivos habituais do imposto.³⁵⁷

Logo, o conceito de serviços introduzido pelo art. 156-A da CF exige que a configuração do aspecto material da hipótese de incidência de IBS e de CBS sobre operações com serviços observe os seguintes elementos: (i) ato ou conjunto de atos; (ii) um negócio jurídico bilateral; (iii) exercício de atividade econômica, relacionada à produção ou ao consumo; e (iv) prestação por pessoa física ou jurídica.

Os serviços financeiros são apenas uma especificação desses elementos dentro de um contexto dotado de particularidades de ordem prática. Isso porque a existência de um regime específico para incidência de IBS e de CBS sobre serviços financeiros se deve à inadequação da forma de apuração do valor do serviço prestado à

357 ÁVILA, Humberto Bergmann. Limites constitucionais à instituição do IBS e da CBS. **Revista de Direito Tributário Atual**, São Paulo, v. 42, n. 56, pp. 701-730, 2024.

sistemática geral da nota-crédito, em razão da forma de remuneração por meio de margens implícitas. O objetivo do regime específico é adequar a incidência do tributo ao valor do serviço prestado a partir de uma estimativa.

Ante essa particularidade dos serviços financeiros, a EC nº 132/23 introduziu uma autorização no art. 156-A, § 6º, II, da CF, segundo a qual à lei complementar instituidora de IBS e de CBS cabe disciplinar o regime específico dos serviços financeiros, com permissão para alterar as regras sobre alíquotas, base de cálculo e creditamento. No exercício dessa autorização, a LC nº 214/25 disciplinou o regime dos serviços financeiros a partir do critério a existência ou não de remuneração explícita.

Em hipótese de remuneração explícita, a comissão, a taxa ou a tarifa paga pelo tomador do serviço financeiro já representa o preço do serviço sobre o qual o IBS e a CBS incidem. Por isso, não é necessário adotar um método alternativo para quantificação do valor do serviço prestado. Por conseguinte, os serviços cujo preço é apresentado em valor explícito foram excluídos do regime específico dos serviços financeiros, nos termos do art. 184 da LC nº 214/25. Vale mencionar ainda que os serviços prestados aos fundos de investimento remunerados por taxas explícitas de administração e de gestão também sofrem incidência de IBS e de CBS com base no valor da operação, ou seja, com base no valor do serviço prestado.³⁵⁸

Na hipótese de remuneração implícita, todavia, adota-se um método de cálculo para chegar ao valor estimado do serviço financeiro. O método adotado pela LC nº 214/25 para os serviços financeiros foi o da subtração (art. 185)³⁵⁹, no qual a base de cálculo é resultado do confronto das receitas advindas de uma dada operação de caráter financeiro e das despesas incorridas para realização da operação. O

358 BRASIL. Ministério da Fazenda – MF. **Projeto de Lei Complementar nº 68/2024 – PLP nº 68/2024**. Disponível em: https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra?codteor=2414157&filename=PLP%2068/2024. Acesso em: 14/11/2025. P. 336.

359 BREDERODE, Robert F. Van. **Systems of General Sales Taxation: Theory, Policy and Practice**. New York: Kluwer Law International, 2009, p. 21.

objetivo desse método é que, após a dedução das despesas previstas taxativamente em lei, o resultado equivalha ao valor do serviço financeiro remunerado de forma implícita.

Assim, há um consenso de que o valor agregado pelo serviço de intermediação financeira reside na diferença entre os juros na captação de recursos e os juros cobrados dos tomadores de serviços financeiros, pois é justamente com essa margem (*spread*) que a instituição financeira provê o custeio da sua atividade econômica.³⁶⁰ Embutidos nos juros pagos pelo tomador de serviços financeiros, está a margem referente à remuneração do serviço, que representa a taxa da aquisição dos serviços financeiros de intermediação financeira a valor presente, a atrair a incidência do imposto sobre o valor agregado (IVA), cuja estrutura geral é adotada pelo IBS e pela CBS.³⁶¹

Portanto, a razão de ser do regime específico não é tributar exatamente a receita da operação financeira realizada. Ou seja, não se objetiva tributar a operação de crédito, a securitização, a liquidação antecipada de recebíveis e assim por diante. O que está no âmbito de incidência de IBS e de CBS é a margem implícita que remunera o serviço financeiro embutido nessas operações. Por conseguinte, o regime específico dos serviços financeiros tributa uma estimativa do valor da intermediação financeira.

O enquadramento dos serviços financeiros no regime específico do IVA é um ponto controvertido em todas as jurisdições que adotam esse modelo de tributação, haja vista a difícil conciliação entre a precisão conceitual para aplicação do regime tributário específico e a complexidade cada vez maior dos produtos e serviços financeiros.³⁶²

360 ERNST & YOUNG. **Value Added Tax:** a study of Methods of Taxing Financial and Insurance Services. European Comission, 1996, p. 23. Disponível em: https://taxation-customs.ec.europa.eu/document/download/f96212d3-3599-4552-9bb7-3e84f583b545_en?filename=methods_taxing.pdf. Acesso em: 15/11/2025.

361 BREDERODE, Robert F. Van; KREVER, Richard (ed.). **VAT and Financial Services:** comparative law and economic perspectives. Singapore: Springer, 2017, p. 18.

362 BREDERODE, Robert F. Van. **Systems of General Sales Taxation:** Theory, Policy and Practice. New York: Kluwer Law International, 2009, p. 145.

Logo, não há uma definição universal ou unânime quanto aos serviços financeiros submetidos a regime específico.³⁶³ A delimitação conceitual de serviços financeiros depende dos contornos da definição positivada. No ordenamento jurídico brasileiro, o conceito de serviços financeiros (para fins tributários) encontra-se no art. 10 da EC nº 132/23 e abrange uma série de atividades financeiras caracterizadas pela remuneração por margens, como as operações de crédito, as operações de fomento comercial e as operações de arranjos de pagamento.

O critério adotado para conceituação foi a listagem de um conjunto de itens, entre os quais constam, de modo expreso, a gestão e administração de recursos, inclusive fundos de investimento (art. 182, VIII da LC nº 214/25) e os arranjos de pagamento, inclusive a liquidação antecipada de recebíveis (art. 182, IX da LC nº 214/25). Portanto, há um regime específico de tributação de serviços financeiros relacionado às atividades dos fundos de investimento.

Todavia, impõe ressaltar que, mesmo nas condições do regime específico, a competência compartilhada para instituição de IBS e de CBS guarda relação estreita com os serviços financeiros prestados. Para além dos requisitos já elencados acima³⁶⁴, a incidência de IBS e de CBS sobre serviços financeiros pressupõe a existência de uma *intermediação financeira*, uma vez que o regime foi formatado pensando na diferença entre a despesa incorrida na captação do crédito e as receitas advindas da realização de empréstimos.

Por seu turno, as normas gerais de direito tributário são definidas no CTN, com base no art. 146, III, da CF. Trata-se de evidente reserva legal conferida pelo constituinte à lei complementar, à qual cabe, com exclusividade, definir normas fundamentais, ou seja, normas destinadas a conferir o fundamento de validade de todas as

363 SCHENK, Alan; OLDMAN, Oliver. **Value Added Tax: A comparative approach**. New York: Cambridge University Press, 2007, p. 307.

364 São eles: (i) ato ou conjunto de atos; (ii) negócio jurídico bilateral; (iii) exercício de atividade econômica, relacionada à produção ou ao consumo; e (iv) prestação por pessoa física ou jurídica

leis ordinárias, decretos legislativos e convênios relativos à instituição, fiscalização e cobrança de tributos.³⁶⁵ As normas gerais fixam, portanto, as consequências necessárias dos preceitos constitucionais, de modo a garantir a sua atuação uniforme para todos os entes federativos no exercício de suas competências tributárias.

A LC nº 214/25 não exerce essa função de editar normas gerais de direito tributário, porquanto se adstringe à conformação de regras aplicáveis a apenas dois tributos, IBS e CBS. Em razão disso, a lei complementar, prevista no art. 156-A da CF, destina-se à instituição de tributos específicos e regulação naquilo que seja pertinente às suas peculiaridades, mas se subordina ao CTN, que exerce a função de lei complementar instituidora das normas gerais de direito tributário aplicáveis a todos os tributos e a todas as relações jurídico-tributárias.³⁶⁶

Com base nessas premissas, há duas normas gerais de direito tributário contidas no CTN com impactos determinantes para conformação do regime tributário dos fundos de investimento no âmbito da LC nº 214/25.

A primeira delas é a norma veiculada pelo art. 110 do CTN, destinada ao ente federativo dotado do poder de instituir tributos, a qual determina que “[a] lei tributária não pode alterar a definição, o conteúdo e o alcance de institutos, conceitos e formas de direito privado” se tais definições delimitam a competência tributária.³⁶⁷

A não ser que o texto constitucional estipule uma definição particular dos conceitos e institutos de direito privado para determinar as competências tributárias, os termos empregados pelo texto constitucional para delimitar a competência tributária possuem o

365 BORGES, José Souto Maior. **Lei complementar tributária**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1975, p. 83.

366 ÁVILA, Humberto Bergmann. Limites constitucionais à instituição do IBS e da CBS. **Revista de Direito Tributário Atual**, São Paulo, v. 42, n. 56, pp. 701-730, 2024, p. 707.

367 “Art. 110. A lei tributária não pode alterar a definição, o conteúdo e o alcance de institutos, conceitos e formas de direito privado, utilizados, expressa ou implicitamente, pela Constituição Federal, pelas Constituições dos Estados, ou pelas Leis Orgânicas do Distrito Federal ou dos Municípios, para definir ou limitar competências tributárias.”

mesmo significado daqueles de direito privado.³⁶⁸ No caso de IBS e de CBS, o texto constitucional não estipula uma definição expressa do que seja considerado como “bens e serviços”. Logo, a definição do escopo de competência para instituição desses tributos necessariamente deve observar o alcance e o conteúdo dos conceitos de direito privado.

A segunda norma geral de direito tributário pertinente à análise deste artigo é aquela contida no art. 121 do CTN, o qual elege como sujeito passivo da obrigação tributária principal, “a pessoa obrigada ao pagamento de tributo ou penalidade pecuniária”. A disposição complementar é cristalina ao circunscrever a sujeição passiva apenas às pessoas, cuja personalidade é atribuída pela lei, na forma do art. 1º do Código Civil.

Ainda que um ente despersonalizado pratique o fato que constitui o antecedente na regra-matriz de incidência tributária, a sujeição passiva deverá, necessariamente, recair sobre outro que, dotado de personalidade jurídica, tenha relação com a prática daquele ato, porque um ente despersonalizado não é capaz de titularizar posições jurídicas, de tal sorte que uma estipulação artificial de personalidade jurídica para fins tributários implica necessariamente numa tributação velada do sujeito titular do patrimônio.

Por conseguinte, a LC nº 214/25 encontra-se submetida a um conjunto de normas constitucionais e normas gerais de direito tributário, as quais estipulam limites formais e materiais para configuração do regime específico de IBS e de CBS aplicável aos fundos de investimento, sob pena de inconstitucionalidade e ilegalidade.

368 PISCITELLI, Tathiane dos Santos. **Os limites à interpretação das normas tributárias**. São Paulo: Quartier Latin, 2007, p. 91.

3.2. A PRIMEIRA INCONSTITUCIONALIDADE E ILEGALIDADE: O TRATAMENTO DIFERENCIADO DE FIDCS EM COMPARAÇÃO AOS DEMAIS FUNDOS DE INVESTIMENTO

A LC 214/25 instituiu IBS e CBS, bem como estabeleceu o regime específico aplicável aos serviços financeiros. Nesse particular, a referida lei modificou sobremaneira o regime tributário dos fundos de investimento, mediante a instituição de dois regimentos distintos, a saber: (i) regras gerais dirigidas a todos os fundos de investimento; e (ii) regras especiais destinadas especificamente aos FIDCs dedicados à liquidação antecipada de recebíveis não qualificados como entidades de investimento.

Desse modo, existem dois critérios, um principal e outro subsidiário, para decisão sobre o regime tributário de um dado fundo de investimento, a saber, respectivamente: (i) ser (ou não) qualificado como FIDC dedicada à liquidação antecipada de recebíveis; e (ii) ser (ou não) enquadrada como entidade de investimento, conforme a Lei n 14.754/23.

Apenas no caso em que o fundo de investimento é FIDC dedicado à liquidação antecipada de recebíveis e não é entidade de investimento, a operação atrai incidência de IBS e de CBS, conforme a LC nº 214/25.

Em linhas gerais, o regime tributário da LC nº 214/25 destinada aos fundos de investimento em geral é caracterizada pela não incidência de IBS e de CBS, de forma direta, sobre os fundos de investimento (art. 26, V, da LC nº 214/25). Em paralelo, os serviços de administração e gestão de recursos, relacionados aos fundos de investimento, serão sujeitos à incidência de IBS e de CBS, e os demais serviços prestados ao fundo de investimento que não sejam serviços financeiros serão tributados na forma da sistemática geral aplicável aos outros bens e serviços (arts. 207 e 208 da LC nº 214/25).

A sistemática geral de tributação dos fundos de investimento no regime específico dos serviços financeiros é compatível com as normas constitucionais e as normas gerais de direito tributário com base nos seguintes fundamentos: (i) a sistemática restringe a incidência de

IBS e de CBS somente àquelas situações relacionadas aos fundos de investimento que podem ser caracterizadas como serviços; (ii) atenta-se à ausência de personalidade jurídica dos fundos de investimento; e (iii) não altera o alcance das definições e dos institutos de direito privado que regem os fundos de investimento.

O primeiro aspecto positivo desse regime é que institui o aspecto material da hipótese de incidência de IBS e de CBS em consonância à competência atribuída pelo art. 156-A da CF, na medida em que restringe o campo de incidência aos serviços prestados ao fundo de investimento. Ademais, uma vez que as taxas de administração e de gestão são expressas em valores explícitos (art. 3º, XXXIII e XXXIV da Resolução CVM nº 175/22), eles servirão de base de cálculo para os tributos.

O segundo aspecto positivo da sistemática geral consiste na não incidência dos tributos sobre os fundos de investimento, haja vista que (i) o escopo de incidência desse tributo se adstringe a pessoas físicas ou jurídicas (art. 156-A, § 1º, II da CF); e (ii) os fundos de investimento são entes desprovidos de personalidade jurídica (art. 1.368-CC) e, por consequência, inaptos à titularização de obrigações tributárias (art. 121 do CTN).

O terceiro aspecto positivo da sistemática geral é sua compatibilidade com o alcance e conteúdo dos conceitos de direito privado (art. 110 do CTN), porquanto não só a incidência de IBS e de CBS recai somente sobre as operações relacionadas aos fundos de investimento que podem ser caracterizadas como serviços, como também os referidos tributos não incidem sobre o patrimônio dos cotistas do fundo de investimento, que não tem personalidade jurídica.

Em contrapartida, o tratamento tributário dos FIDCs dedicados à liquidação antecipada de recebíveis e não enquadrados na definição de entidade de investimento apresenta contornos bem particulares. Há dois regimes tributários a depender da natureza do recebível objeto da antecipação, como será analisado com mais rigor no capítulo seguinte. Contudo, em ambos os casos, IBS e CBS incidem sobre as liquidações antecipadas de recebíveis realizadas por FIDCs não enquadradas no

conceito de entidades de investimento (arts. 193, § 5º e 219, § 6º da LC nº 214/25).

A forma de tributação dos FIDCs dedicados à liquidação antecipada de recebíveis que não se enquadram na definição de entidade de investimento é incompatível com as normas constitucionais e com as normas gerais de direito tributário com base nos seguintes fundamentos: (i) extrapolação da competência tributária constitucionalmente demarcada; (ii) inexistência jurídica de prestação de serviços financeiros nas operações submetidas a IBS e CBS; (iii) ausência de justificativa legítima para tratamento diferenciado; (iv) criação artificial de personalidade jurídica para fins tributários; e (v) inobservância do alcance e dos institutos de direito privado que regem os fundos de investimento.

A primeira irregularidade desse regime específico é a extrapolação da regra constitucional de competência, a qual confere à União, aos Estados e aos Municípios o poder para instituir IBS e CBS sobre serviços, conforme o art. 156-A da CF. Como desenvolvido acima, o FIDC representa, para todos os efeitos jurídicos, um patrimônio de titularidade dos cotistas. Por óbvio, um patrimônio não exerce a prestação de serviços de qualquer espécie. Desse modo, ao invés de tributar serviços, de modo velado, os tributos passam a incidir sobre o patrimônio dos cotistas.

A segunda irregularidade reside na ausência de prestação de serviços financeiros. Com efeito, a existência de serviço financeiro pressupõe a atividade de intermediação financeira de recursos de terceiros, o que não ocorre no caso dos FIDCs, uma vez que este não realiza mediação de recursos, mas apenas representa uma comunhão de recursos, os quais podem ser utilizados por seus gestores e administradores para realização da atividade de liquidação antecipada de recebíveis. No exercício dessa atividade, mesmo que estabeleça um contrato similar ao de empréstimo com o cedente do crédito, não há intermediação financeira, porque os recursos emprestados são recursos próprios, de modo que o FIDC não organiza nem realiza a sua atividade econômica de forma comparável a uma instituição

financeira. Enfim, cumpre destacar ainda que todos os serviços diretamente relacionados à atividade dos FIDCs, da forma como é organizada, já se encontram sujeitos à incidência de IBS e de CBS.

A terceira irregularidade relaciona-se à ausência de justificativa constitucional para atribuição de um tratamento diferenciado aos FIDCs em decorrência de sua não caracterização como entidade de investimento. O conceito de entidade de investimento foi cunhado para fins estritamente pertinentes ao imposto sobre a renda, porém os fundamentos aplicáveis para a conformação do regime para aquele tributo não se adequam ao escopo de tributação dos serviços financeiros da LC nº 214/25. Os critérios do art. 23 da Lei nº 14.754/23 e do art. 2º da Resolução CMN nº 5.111/23 não afetam em nada a qualificação ou desqualificação da liquidação antecipada de recebíveis como serviços financeiros. Por mais que os referidos elementos da definição de “entidade de investimento” objetivem conter o planejamento tributário abusivo no âmbito do IR, não funcionam como critério propício para verificação da ocorrência ou não da prestação de um serviço financeiro. Nesse particular, o legislador tributário não tem poder para incluir no campo de incidência índices de riqueza fora do seu âmbito de competência a pretexto de evitar o planejamento tributário abusivo. Ao contrário, esse tipo de irregularidade deve ser sanado no âmbito da fiscalização. Em razão disso, a diferenciação da incidência de IBS e de CBS promovida a partir do art. 23 da Lei nº 14.754/23 atenta contra o princípio da isonomia insculpido no art. 150, II da CF.

A quarta irregularidade diz respeito à criação de uma personalidade jurídica artificial para o fundo de investimento (art. 3º, § 2º da LC nº 214/25). Por meio da invenção de uma personalidade jurídica inexistente no direito privado, a LC nº 214/25 faz incidir, de modo escuso, IBS e CBS sobre o patrimônio dos cotistas dos FIDCs. Ora, se o fundo de investimento não detém personalidade jurídica na medida em que se trata de uma comunhão de recursos (art. 1.368-C do CC), a incidência tributária recai sobre a pessoa titular do patrimônio. Dessa maneira, além de transformar o IBS e a CBS em um tributo sobre o patrimônio, o art. 3º, § 2º da LC nº 214/25 viola expressamente

o art. 121 do CTN, segundo o qual somente as *pessoas* podem figurar no polo passivo de relações jurídicas tributárias.

A quinta, e última, irregularidade concerne ao desenho jurídico da LC nº 214/25 totalmente incompatível com a definição, o conteúdo e o alcance de institutos, conceitos e formas de direito privado, em clara afronta ao art. 110 do CTN. Os principais conceitos distorcidos, conforme apontado acima, são o (i) conceito de intermediação financeira, e (ii) o conceito de fundo de investimento. Num primeiro plano, tendo em vista que os FIDCs se sujeitam à incidência de IBS e de CBS, a despeito de não realizarem intermediação financeira, ocorre a tributação de negócio jurídico inexistente, bem como a dupla incidência dos referidos tributos sobre a prestação de serviços relacionadas à atividade do fundo. Em outro plano, ao ignorar a ausência de personalidade jurídica dos fundos de investimento, a lei cria uma tributação do patrimônio com endereço aos cotistas dos FIDCs, que sequer prestam qualquer serviço, mas somente fornecem o capital para o desempenho das atividades do fundo.

3.3. A SEGUNDA INCONSTITUCIONALIDADE E ILEGALIDADE: O TRATAMENTO DIFERENCIADO ENTRE FIDCS QUE ANTECIPAM RECEBÍVEIS COM NATUREZA DE TÍTULO DE CRÉDITO E COM NATUREZA DE ARRANJOS DE PAGAMENTO

O segundo ponto de análise neste artigo é a injustificada distinção, para fins de incidência de IBS e de CBS, entre os FIDCs dedicados à liquidação antecipada de recebíveis em função da modalidade de recebível.

Em primeiro lugar, caso o FIDC realize liquidação antecipada de recebíveis consubstanciados em títulos de crédito e não se enquadre como entidade de investimento, estará sujeito à incidência de IBS e de CBS sobre o valor do desconto, permitida a subtração de (i) despesas de captação (inexistentes no caso dos FIDCs); (ii) despesas de securitização, consistindo na emissão, distribuição, custódia, escrituração, registro,

preparação e formalização de documentos, administração do patrimônio separado e atuação de agentes fiduciários, de cobrança e de classificação de risco, desde que esses serviços não tenham sido prestados por empregados ou administradores da empresa; e (iii) perdas incorridas no recebimento de créditos, na cessão de créditos e nos descontos (art. 193, §§ 1º, 2º e 5º da LC nº 214/25). Após a apuração da base de cálculo, a alíquota aplicável será uniforme para os serviços financeiros (art. 189, § 1º da LC nº 214/25).

Em segundo lugar, caso o FIDC realize liquidação antecipada de recebíveis de arranjos de pagamento e não se enquadre como entidade de investimento, estará sujeito à incidência de IBS e de CBS sobre o valor do desconto, permitida a dedução de (i) valor correspondente à curva de juros futuros da taxa DI; e (ii) perdas incorridas no recebimento de créditos, na cessão de créditos e nos descontos (art. 219, §§ 1º, 2º e 6º da LC nº 214/25). De igual modo, após a apuração da base de cálculo, a alíquota aplicável será uniforme para os serviços financeiros (art. 189, § 1º da LC nº 214/25).

Como se vê, há diferentes regras sobre as subtrações permitidas para apuração da base de cálculo, representativa do valor do serviço prestado. Todavia, não há fundamentos jurídicos para tal distinção com base nas seguintes razões: (i) a rigor, IBS e CBS não devem incidir sobre nenhuma liquidação antecipada de recebíveis realizada por FIDCs; (ii) a justificativa de tratamento neutro entre os diferentes serviços financeiros pressupõe a incidência de IBS e de CBS; e (iii) a ausência de justificativa para distinção acarreta violação da isonomia tributária.

A primeira razão para ausência de fundamentos jurídicos reside em que, conforme exaustivamente exposto nas páginas precedentes, IBS e CBS incidem sobre serviços financeiros, o que pressupõe a existência de intermediação financeira. Na liquidação antecipada de recebíveis realizada por FIDCs, quem realiza os serviços financeiros são o administrador, o gestor e o custodiante. Todas as suas atividades estão corretamente no campo de incidência de IBS e de CBS. De outro modo, a operação de liquidação antecipada, quando realizada por

FIDC, não traduz uma intermediação financeira, porque a estrutura do FIDC não é organizada para prestação de serviços bancários, isto é, para conciliação entre a captação de recursos de terceiros e a disponibilização para os tomadores de empréstimo, como fazem as instituições financeiras alvo desse tipo de tributação. Por essa razão, não está na competência dos entes federativos instituir IBS e CBS sobre liquidações antecipadas de recebíveis quando realizadas por FIDCs.

A segunda razão é o âmbito de aplicação do princípio da neutralidade, previsto no art. 156-A, § 1º, da CF. Alguns sustentam que a neutralidade exigiria um tratamento isonômico entre a liquidação antecipada realizada por FIDCs e a liquidação antecipada realizada por concorrentes diretos, que ora são as empresas de securitização e faturização (art. 193, §§ 1º, 2º e 5º da LC nº 214/25), ora são as empresas de liquidação antecipada de arranjos de pagamento (art. 219, §§ 1º, 2º e 6º da LC nº 214/25).³⁶⁹ Contudo, como a redação do § 1º do art. 156-A da CF dispõe que a neutralidade informará o imposto previsto no *caput*, a zona de aplicação do princípio da neutralidade adstringe-se à zona de incidência de IBS e de CBS. Portanto, como a cobrança neutra de IBS e de CBS sobre bens e serviços pressupõe a incidência, a neutralidade não pode ser um fundamento para estender a regra de competência para além dos limites designados pelo constituinte derivado.

A terceira razão é a violação da isonomia, resguardada pelo art. 150, II da CF. De fato, os FIDCs, ao adquirirem uma unidade de recebíveis de arranjos de pagamento, enquanto ativo financeiro representativo de direitos de crédito, realizam atividade substancialmente idêntica àquela de desconto de título de crédito, quando o FIDC adquire a propriedade deste mediante antecipação do montante constante no título, deduzido da taxa de desconto. Em ambos os casos, o recebível representa direito creditório que passa a integrar carteira de ativos do FIDC. Uma vez que ambos os FIDCs se encontram em situação jurídica idêntica, a distinção promovida pelo legislador complementar com

369 MACHADO SEGUNDO, Hugo de Brito. **Lei complementar 214/2025 comentada:** IBS, BS e IS. São Paulo: Atlas Jurídico, 2025, p. 204.

base na modalidade de recebível não está amparada em normas constitucionais ou gerais de direito tributário.

4. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O estudo conduzido permite alcançar as conclusões de que (i) a sistemática geral de tributação dos fundos de investimento na LC nº 214/25 é compatível com as normas de direito privado, as normas regulatórias e as normas de direito bancário, (ii) a sistemática específica de tributação dos FIDCs na LC nº 214/25 em comparação com os demais fundos de investimento não encontra respaldo nas normas constitucionais e normas gerais de direito tributário, e (iii) a criação de diferentes sistemáticas de tributação na LC nº 214/25 para os FIDCs que realizam liquidação antecipada de recebíveis de títulos de crédito e para os FIDCs que realizam liquidação antecipada de recebíveis de arranjos de pagamento não tem fundamento nas normas constitucionais e nas normas gerais de direito tributário.

A sistemática geral de tributação dos fundos de investimento no regime específico dos serviços financeiros da LC nº 214/25 é compatível com as normas constitucionais e as normas gerais de direito tributário porque (i) restringe a incidência de IBS e de CBS somente àquelas situações relacionadas aos fundos de investimento que podem ser caracterizadas como serviços, (ii) atenta-se à ausência de personalidade jurídica dos fundos de investimento, e (iii) não altera o alcance das definições e dos institutos de direito privado que regem os fundos de investimento.

De outra banda, a forma de tributação dos FIDCs dedicados à liquidação antecipada de recebíveis que não se enquadram na definição de entidade de investimento na LC nº 214/25 é incompatível com as normas constitucionais e com as normas gerais de direito tributário, porque (i) extrapola a competência tributária constitucionalmente demarcada com base no conceito de “operação com serviços”, (ii) não há prestação de serviços financeiros nas operações de liquidação

antecipada de recebível realizadas por FIDCs, (iii) o conceito de entidade de investimento não fornece um fundamento jurídico adequado para tratamento diferenciado em comparação com os demais fundos de investimento, (iv) não é autorizado à lei tributária promover uma criação artificial de personalidade jurídica aos fundos de investimento na qualidade de entidades despersonalizadas, e (v) a lei tributária deve observância ao alcance e aos institutos de direito privado que regem os fundos de investimento.

Não há fundamentos jurídicos para distinção do regime tributário dos FIDCs com base na modalidade de recebível antecipado na LC nº 214/25, haja vista que, (i) a rigor, IBS e CBS não devem incidir sobre nenhuma liquidação antecipada de recebíveis realizada por FIDCs, (ii) a justificativa de tratamento neutro em comparação com os diferentes serviços financeiros pressupõe a incidência de IBS e de CBS, e (iii) a ausência de justificativa para distinção acarreta violação da isonomia tributária.

Por conseguinte, são inconstitucionais e ilegais os arts. 193, § 5º e 219, § 6º da LC nº 214/25, porque, na medida em que promovem um tratamento diferenciado para FIDCs dedicados à liquidação antecipada de recebíveis nas modalidades de título de crédito e de arranjo de pagamentos, violam (i) as regras de competência tributária (art. 156-A), (ii) o princípio constitucional da isonomia (art. 150, II), e (iii) as normas gerais de direito tributário, tanto aquelas que limitam a distorção de institutos e formas de direito privado (art. 110 do CTN), como aquelas que definem a sujeição passiva tributária (art. 121 do CTN).

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABRÃO, Nelson. **Direito bancário**. 15. ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Saraiva, 2014.

ANBIMA. **Produtos de captação**: Fundos de Investimento em Direitos Creditórios. 2. ed. Rio de Janeiro: ANBIMA, 2015, p. 22. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/estudos/fundos-de-investimento/produtos-de-captacao/produtos-de-captacao.htm. Acesso em: 15/11/2025.

ÁVILA, Humberto Bergmann. **Competências tributárias**: um ensaio sobre as noções de tipo e conceito. São Paulo: Malheiros, 2018.

ÁVILA, Humberto Bergmann. Limites constitucionais à instituição do IBS e da CBS. **Revista de Direito Tributário Atual**, São Paulo, v. 42, n. 56, pp. 701-730, 2024.

BIFANO, Elidie Palma. Tributação de fundos de investimento: aspectos controversos. **Direito tributário e os conceitos do direito privado**. São Paulo: Noeses, 2010.

BORGES, Florinda Figueiredo. Os fundos de investimento: reflexões sobre a sua natureza jurídica. In: AZEVEDO, Erasmo Valladão; FRANÇA, Novaes (coord.). **Direito societário contemporâneo I**. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

BORGES, José Souto Maior. **Lei complementar tributária**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1975.

BRANCO, Amanda Castelo; LORIA, Daniel Abraham. Experiências Práticas, Regulamentação e Tributação do Fundo de Investimento em Direitos Creditórios - FIDC. In: LORIA, Daniel Abraham; LAULETTA, Andrea Bazzo (Coord.). **Tributação de fundos de investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2022.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça - STJ. RCD no AgInt no AREsp nº 1426887/SP, Relator Villas Bôas Cueva, Terceira Turma, j. 03/06/2024, DJe 05/06/2024.

BRASIL. Ministério da Fazenda – MF. **Projeto de Lei Complementar nº 68/2024 – PLP nº 68/2024**. Disponível em: https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra?codteor=2414157&filename=PLP%2068/2024. Acesso em: 14/11/2025.

BREDERODE, Robert F. Van. **Systems of General Sales Taxation: Theory, Policy and Practice**. New York: Kluwer Law International, 2009.

BREDERODE, Robert F. Van; KREVER, Richard (ed.). **VAT and Financial Services: comparative law and economic perspectives**. Singapore: Springer, 2017.

CARRAZZA, Roque Antonio. **Curso de direito constitucional tributário**. 28. ed. rev. ampl. e atual. São Paulo: Malheiros, 2012.

CARVALHO, Mário Tavernand Martins. **Regime jurídico dos fundos de investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

CARVALHO DE MENDONÇA, José Xavier. **Tratado de Direito Comercial Brasileiro**. 5. ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1958, v. 6.

COHEN, Gabriel Schwartzman. **Direito dos Meios de Pagamento**. São Paulo: Quartier Latin, 2023.

COOKE, Lina Santin Braga; COOKE, Guilherme Fernandes. A natureza controversa do fundo de investimento e sua relação com a tributação. **Revista de Direito Tributário da APET**, São Paulo, n. 51, pp. 399-418, out. 2024/ mar. 2025.

EIZIRIK, Nelson. **Temas de direito societário**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

ERNST & YOUNG. **Value Added Tax: a study of Methods of Taxing Financial and Insurance Services**. European Commission, 1996, p. 23. Disponível em: https://taxation-customs.ec.europa.eu/document/download/f96212d3-3599-4552-9bb7-3e84f583b545_en?filename=methods_taxing.pdf. Acesso em: 15/11/2025.

FERRAZ, Diogo; PERES, Lucas. Lei nº 14.754/2023 e assimetrias tributárias – regulatórias: FIA, FIDC e direitos creditórios. In: CASTRO, Leonardo Freitas de Moraes e; BARBOSA, Hermano Notaroberto; MONGUILOD, Ana Carolina (coord.). **Nova tributação de investimentos offshore e de fundos de investimento: teoria e prática da Lei nº 14.754/23**. São Paulo: Quartier Latin, 2024.

FERREIRA, Waldemar. **Tratado de Direito Comercial**. São Paulo: Saraiva, 1960.

LORIA, Eli; KALANSKY, Daniel. Responsabilidade e deveres do custodiante de FIDCs. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (org.). **Atualidades em direito societário e mercado de capitais: fundos de investimento**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021.

MACHADO SEGUNDO, Hugo de Brito. **Lei complementar 214/2025 comentada: IBS, BS e IS**. São Paulo: Atlas Jurídico, 2025.

MUÑOZ, Cristina Gamarra. Instituciones de inversión colectiva: una especial referencia a su problemática contable. **Anales de estudios económicos y empresariales**, Valladolid, n. 11, p. 207-228, 1996.

PISCITELLI, Tathiane dos Santos. **Os limites à interpretação das normas tributárias**. São Paulo: Quartier Latin, 2007.

REQUENA, Rodrigo. Questões controvertidas na recente jurisprudência do STJ relativa aos FIDC: coobrigação do cedente, limitação à

cobrança de juros e a suposta qualificação dos FIDC como instituições financeiras. *In*: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (org.). **Atualidades em direito societário e mercado de capitais**: fundos de investimento. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021.

SALOMÃO NETO, Eduardo. **Direito bancário**. 3. ed. São Paulo: Trevisan, 2020.

SCHENK, Alan; OLDMAN, Oliver. **Value Added Tax**: A comparative approach. New York: Cambridge University Press, 2007.

VIVANTE, Cesare. **Trattato di Diritto Commerciale**. 4. ed. v. 3. Milano: Francesco Vallardi, 1934.

WALD, Arnaldo. Da natureza jurídica do fundo imobiliário. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v. 29, n. 80, p. 15-23, out./dez. 1990.

WALD, Arnaldo. A evolução do conceito de instituição financeira. **Revista de Direito Bancário e Mercado de Capitais**, São Paulo, v. 28, pp. 220-229, jun., 2005.

DEPÓSITO CENTRALIZADO DE VALORES MOBILIÁRIOS NO BRASIL: HISTÓRICO, REGULAÇÃO E NOVOS ENTRANTES

CENTRAL SECURITIES DEPOSITORY IN BRAZIL: EVOLUTION, REGULATORY FRAMEWORK AND NEW MARKET PLAYERS

*Rodrigo de Abreu Pinto (Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro)*³⁷⁰

*Jorge Luciano de Jesus Aragão (Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro)*³⁷¹

*Lucas Caminha (Fundação Getúlio Vargas)*³⁷²

Resumo: Este estudo analisa a evolução histórica, o arcabouço regulatório e as recentes mudanças concorrenciais do serviço de depósito centralizado de valores mobiliários no Brasil. O objetivo é analisar a recente onda de novos entrantes e os efeitos decorrentes (incluindo questões relacionadas a eficiência operacional, a segurança jurídica e a infraestrutura de pós-negociação). A metodologia combina análise jurídico-institucional e comparativa: estudo legislativo e normativa (Lei nº 12.810/2013; Resolução CVM nº 31/2021), exame de processos de autorização de novos entrantes (Laqus, CSDBR, BEE4) e comparação com modelos internacionalmente relevantes (DTC nos

370 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.

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

372 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”.

EUA; CSDR na UE). Os resultados mostram que a entrada de novos prestadores marca uma inflexão estrutural: potencial aumento da concorrência, redução de custos operacionais e estímulo à inovação tecnológica (interoperabilidade, conciliação e tecnologias DLT), mas também eleva as exigências de governança, supervisão e padronização operacional. Conclui-se que a pluralidade de depositárias é viável e vantajosa, desde que acompanhada de salvaguardas robustas — requisitos prudenciais, mecanismos de conciliação eficazes e padrões de interoperabilidade. A implementação cuidadosa desses mecanismos tende a fortalecer a infraestrutura do mercado, ampliar o acesso dos investidores e, em última instância, contribuir para a redução do custo de capital e para o desenvolvimento econômico.

Palavras-chave: Depósito centralizado; pós-negociação; mercado de capitais; liquidação; interoperabilidade; regulação; valores mobiliários.

Abstract: This study examines the historical evolution, regulatory framework, and recent competitive developments of the central securities depository (CSD) services in Brazil. The aim is to analyze the recent wave of new entrants and its resulting effects—including matters related to operational efficiency, legal certainty, and post-trade infrastructure. The methodology combines legal-institutional and comparative analysis: legislative and regulatory review (Law No. 12,810/2013; CVM Resolution No. 31/2021), examination of authorization proceedings involving new entrants (Laqus, CSDBR, BEE4), and comparison with internationally relevant models (DTC in the United States; CSDR in the European Union). The results indicate that the entry of new service providers represents a structural inflection point: a potential increase in competition, reduction in operational costs, and a stimulus for technological innovation (interoperability, reconciliation processes, and DLT-based solutions). It also raises the requirements for governance, supervision, and operational standardization. The study concludes that a plural landscape of CSD operators is both feasible and advantageous, provided that it is

accompanied by robust safeguards—prudential requirements, effective reconciliation mechanisms, and interoperability standards. The careful implementation of these mechanisms is likely to strengthen market infrastructure, broaden investor access, and ultimately contribute to lowering the cost of capital and fostering economic development.

Keywords: Central securities depository; post-trade; capital markets; settlement; interoperability; regulation; securities.

Sumário: 1. Introdução. 2. Mercados Primário e Secundário. 3. A Infraestrutura de negociação e de pós-negociação do mercado secundário. 3.1. A fase de negociação do mercado secundário. 3.2. A fase de pós-negociação do mercado secundário. 3.3. O depósito centralizado. 4. Depósito centralizado: como funciona ao redor do mundo e suas peculiaridades no Brasil. 4.1. Estados Unidos da América. 4.2. União Europeia. 4.3. Brasil. 5. Histórico de formação da depositária B3. 5.1. Normas da B3 aplicáveis à depositária central. 6. Autorizações do coelgiado da CVM. 6.1. LAQUS. 6.2. CSDBR. 6.3. BEE4. 7. Conclusão.

1. INTRODUÇÃO

Os últimos anos foram caracterizados pelo esforço da Comissão de Valores Mobiliário (CVM), regulador do mercado de capitais brasileiro, em promover uma ampla modernização do arcabouço regulatório.

Para ficar em 3 (três) exemplos recentes: (i) a Resolução CVM nº 160/2022, que simplificou e modernizou as regras para ofertas públicas de valores mobiliários; (ii) a Resolução CVM nº 175/2022, que unificou e aprimorou as normas regras para fundos de investimento; e (iii) a Resolução CVM nº 210/2024, que regulamentou a portabilidade de valores mobiliários.

O resultado disso está aí para todo mundo ver. Segundo dados recém-divulgados pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA)³⁷³, o volume anual emitido no mercado de capitais brasileiro cresceu de R\$ 430,3 bilhões (2019) para R\$ 786,4 bilhões (2024), o que representa um crescimento de 83% (oitenta e três por cento) em apenas 5 (cinco) anos.

E melhor ainda: o regulador não acha que é o bastante, ao menos com base na Agenda Regulatória CVM 2026, em que elencou inúmeras atualizações regulatórias à vista³⁷⁴. Uma delas é a reforma da Resolução CVM nº 31/2021, onde estão dispostas as regras sobre a prestação de serviços de depósito centralizado de valores mobiliários.

A execução desse serviço cabe ao depositário central, agente fundamental do chamado “mercado secundário de valores mobiliários”, com atribuições diretamente vinculadas à etapa de pós-negociação. Para melhor compreensão, iniciaremos uma visão geral do mercado secundário e, depois, das atividades de pós-negociação, para então mergulhar no estudo detalhado do depósito centralizado.

2. MERCADOS PRIMÁRIO E SECUNDÁRIO

O mercado de valores mobiliários é dividido em 2 (dois) âmbitos, os chamados (i) mercado primário; e (ii) mercado secundário. A principal diferença entre eles consiste nos agentes que participam das operações em cada um deles³⁷⁵.

373 ANBIMA. **A contribuição do mercado de capitais para o desenvolvimento econômico.** [S. l.]: ANBIMA, 2025. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/data/files/8E/B4/5C/C7/F26C7910C05C4A79B82BA2A8/A%20contribui%C3%A7%C3%A3o%20do%20mercado%20de%20capitais%20para%20o%20desenvolvimento%20econ%C3%B4mico.pdf>

374 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Nova regra de crowdfunding de investimento:** ajustes em anexos da Resolução 175 e Projeto 135 Light integram Agenda Regulatória 2026 da CVM. 10 dez. 2025. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/2025/nova-regra-de-crowdfunding-de-investimento-ajustes-em-anexos-da-resolucao-175-e-projeto-135-light-integram-agenda-regulatoria-2026-da-cvm>.

375 “No mercado primário, ocorrem as emissões públicas de novos valores mobiliários, mediante a mobilização da poupança popular. (...) [o]s recursos são canalizados diretamente

No “mercado primário”, situam-se (i) a companhia emissora, de um lado; e (ii) o investidor, do outro. Este é o local em que as companhias realizam as chamadas “ofertas públicas” – como os famosos *IPOs* (*Initial Public Offering*) – em que distribuem os valores mobiliários para o público geral, a fim de captar recursos para financiar suas atividades.

Uma vez distribuídos no mercado primário, os mesmos valores mobiliários passam a ser negociados diretamente entre os investidores. É no chamado “mercado secundário” em que os investidores compram valores mobiliários uns dos outros, enquanto os recursos originados são destinados aos seus bolsos, e não aos cofres das companhias.

O mercado secundário, portanto, conecta os investidores para que possam negociar entre si, quando assim desejarem, os valores mobiliários outrora distribuídos pelas companhias no mercado primário. A sua principal função é conferir “liquidez” aos valores mobiliários, entendida como a facilidade de comprá-los ou vendê-los³⁷⁶.

A diferença entre os agentes envolvidos nas operações em cada mercado – (i) companhia emissora e investidor, no mercado primário;

*para as entidades emissoras, que poderão, então, utilizá-los em seus projetos de investimentos. (...) [j]á no mercado secundário, não há o ingresso de recursos para as companhias emissoras, inexistindo a emissão de novos títulos. Na realidade, as operações deste mercado são realizadas entre os poupadores, sem qualquer vinculação com a companhia que emitiu os valores mobiliários. A função essencial do mercado secundário é a de conferir liquidez aos valores mobiliários (...) [s]em a existência de um mercado secundário ativo, ficariam muito prejudicadas as operações de captação de novos recursos no mercado primário, uma vez que os poupadores teriam dificuldade para alienar os valores mobiliários por eles adquiridos”. EIZIRIK, Nelson, GAAL, Ariádna B., PARENTE, Flávia e HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais** – Regime Jurídico. 4ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 38.*

376 Se não fosse assim, os investidores mal disporiam de oportunidades para alienar os valores mobiliários – e, por conseguinte, tenderiam a nem mesmo adquiri-los. A este respeito, vale notar as palavras de José Luiz Bulhões Pedreira, um dos autores do anteprojeto da Lei das S.A.: “Mercado secundário, ou seja, auxiliar de um mercado primário, sua função é estimular os investidores no mercado primário, ao lhes dar a perspectiva de liquidez das aplicações realizadas”. PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Criação do Mercado Primário de Ações**: Uma Reforma Institucional e Cultural, *Jornal do Brasil*, 31.08.1975.

e (ii) investidores entre si, no mercado secundário – implica em diferentes níveis de complexidade.

No caso do mercado primário, os valores mobiliários são emitidos pela companhia e, ato contínuo, negociados com os investidores. São valores mobiliários que não estavam previamente disponíveis para compra e venda em determinada plataforma de negociação (como uma bolsa de valores, por exemplo), mas acabaram de sair do ventre da companhia emissora.

Tais companhias que emitem valores mobiliários são, via de regra, altamente reguladas e objeto de registro próprio (o chamado “registro emissor”, previsto na Resolução CVM nº 80/2022). Além disso, a própria oferta pública é objeto de registro, com a obrigatoria disponibilização de inúmeras informações sobre os valores mobiliários ofertados (o “registro da oferta”, constante da Resolução CVM nº 160/22).

Tudo isso reduz consideravelmente os riscos das negociações que ocorrem no mercado primário – o que não significa, por óbvio, que os investidores terão lucro com os títulos adquiridos, mas que os riscos à liquidação das operações são minimizados. Por conta disso, não há necessidade dos complexos instrumentos de liquidação que encontraremos no mercado secundário, como a contraparte central e o depositário central.

Assim ocorre porque, no mercado secundário, não há uma companhia emitindo os valores mobiliários no momento da oferta. Os respectivos títulos já existem e estão listados em ambientes de negociação, como as bolsas, para onde os investidores vão quando desejam comprar ou vendê-los.

A consequência disso é que os riscos das negociações no mercado secundário são maiores (como risco de entrega do ativo sem o correspondente pagamento, ou o pagamento sem a correspondente entrega do ativo) e, como outro lado da mesma moeda, as estruturas para a liquidação das operações são mais robustas³⁷⁷.

377 Tamanha complexidade é identificada especialmente nos mercados que funcionam como sistema centralizado e multilateral de negociação, definida pela

3. A INFRAESTRUTURA DE NEGOCIAÇÃO E DE PÓS-NEGOCIAÇÃO DO MERCADO SECUNDÁRIO

Os negócios com valores mobiliários no mercado secundário envolvem 2 (duas) fases distintas, cada qual com infraestruturas próprias: (i) a fase de negociação, em que os investidores acordam as condições essenciais da operação, como o preço, a quantidade e os valores mobiliários que serão negociados; e (ii) a fase de pós-negociação, em que a operação é processada nos sistemas de compensação e liquidação, com a consequente entrega dos ativos ao comprador e o pagamento ao vendedor.

3.1. A FASE DE NEGOCIAÇÃO DO MERCADO SECUNDÁRIO

O momento da “negociação” no mercado secundário é caracterizado pela atuação simultânea de 2 (dois) agentes que aproximam, conectam e facilitam a negociação entre as partes: (i) o ambiente de negociação, como as bolsas e os mercados de balcão, onde as negociações são realizadas por meio do direcionamento das ofertas de compra e venda; e (ii) os intermediários, como os corretores e distribuidores, responsáveis pelo acesso dos investidores aos ambientes de negociação.

Os ambientes de negociação são polos de liquidez para onde afluem os interessados em realizar negócios com os valores mobiliários ali listados³⁷⁸. Para tanto, os ambientes dispõem de instrumentos

Resolução CVM nº 135/2022 como “*aquele em que todas as ofertas relativas a um mesmo valor mobiliário são direcionadas a um mesmo canal de negociação, ficando expostas à aceitação e concorrência por todos os participantes autorizados a negociar no sistema*” (art. 2º, XIII).

378 “[Às] Bolsas são atribuídas duas funções básicas: a primeira é a de fornecer um local ou sistema adequado à realização de operações com títulos, dotado de todos os meios necessários à pronta realização e visibilidade dos negócios, e que assegure, ademais, continuidade de preços e liquidez aos referidos títulos; a segunda é a de preservar elevados padrões éticos de negociação, estabelecendo normas de comportamento para seus membros e fiscalizando a sua observância. (...)”. EIZIRIK, Nelson, GAAL, Ariádna B., PARENTE, Flávia e

voltados à (i) realização das operações³⁷⁹; e (ii) supervisão e fiscalização dos negócios ali ocorridos³⁸⁰.

A ponte entre os investidores e os ambientes de negociação é feita pelos intermediários, como o seu próprio nome ilustra³⁸¹. É por meio dos sistemas dos intermediários, como os *home brokers*, que os investidores encaminham as ordens para a execução nos ambientes de negociação. E são os intermediários que exercem as funções típicas de um *gatekeeper*, como o *suitability* e a orientação dos investidores para que tomem decisões informadas³⁸².

Sendo assim, à medida que os intermediários enviam as respectivas ordens e os negócios são fechados e registrados no

HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais** – Regime Jurídico. 4ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 292

379 Para a realização das operações, os ambientes de negociações fornecem sistemas adequados para (i.i) definição das condições essenciais de cada negócio; (i.ii) visibilidade das negociações ocorridas; (i.iii) liquidez e continuidade dos preços; entre outros recursos.

380 Para a supervisão e fiscalização, os ambientes de negociação exercem a chamada autorregulação, o que inclui (i) a faceta normativa, alusiva à edição de regras de funcionamentos das negociações na plataforma; e (ii) a faceta fiscalizatória, referente à vigilância das operações para que as ocorram dentro da normalidade, inclusive com o emprego de punições aos que violam as regras da plataforma.

381 Originalmente, os intermediários atuavam como agentes de negociação, com tarefa de executar as ordens de compra e de venda em nome dos clientes. O exercício dessa atividade estava diretamente associado com os ambientes físicos de negociação, como os famosos pregões das bolsas, nos quais os intermediários detinham o monopólio de acesso e, com o telefone “tijolão” no ouvido, recebiam as ordens dos seus clientes e negociavam com os demais corretores ali presentes. A ascensão da informática, ao final do século XX, transformaria isso em definitivo. A “computadorização” das negociações e a criação dos sistemas digitais de cruzamento de ordens substituiria, enfim, os operadores de pregão – o que revolucionou, por completo, o funcionamento das bolsas e a atuação dos intermediários. Os intermediários, no entanto, ainda exercem um papel central na fase de negociação dos valores mobiliários, como visto acima.

382 “*Em síntese, os intermediários são a ponte para que investidores realizem operações de compra e venda de valores mobiliários em mercados organizados, tendo, de um lado, a infraestrutura tecnológica necessária para viabilizar o envio de ordens ao sistema de negociação (backend) e, de outro lado, a interface com o cliente de forma a permitir que este realize suas operações (frontend)*”. BERWANGER, Antonio Carlos. **Tokenização de valores mobiliários**: a digitalização em redes de blockchain como alternativa à emissão e à cadeia de pós-negociação tradicional em mercados organizados de valores mobiliários. Dissertação (mestrado) - Escola de Direito do Rio de Janeiro da Fundação Getulio Vargas, 2025, p. 37.

ambiente de negociação, inicia-se a etapa de pós-negociação – a qual, por sua vez, só se conclui quando as obrigações pactuadas são finalmente adimplidas.

3.2. A FASE DE PÓS-NEGOCIAÇÃO DO MERCADO SECUNDÁRIO

Nesse sentido, os procedimentos da pós-negociação atuam para que o acordo firmado na fase de negociação seja devidamente cumprido – ou seja, para que o vendedor receba o pagamento e entregue os títulos, e o comprador pague e receba os títulos recém-adquiridos³⁸³. Ou, indo além, para que uma das partes não seja prejudicada mesmo caso a outra parte se tornar insolvente ou inadimplente antes da liquidação³⁸⁴.

A fase de pós-negociação inclui ao menos 3 (três) subfases distintas, cada qual com infraestruturas próprias: (i) a compensação; (ii) a liquidação³⁸⁵; e (iii) a transferência dos valores mobiliários.

A compensação é o momento em que as obrigações de cada uma das contrapartes são calculadas e apuradas. Momento em que,

383 Peter Norman assim detalha a importância da etapa de pós-negociação: “No matter how sophisticated or speedy the platform on which securities are traded, the market in question cannot serve its purpose without an apparatus that actually completes the transfer of securities from sellers to buyers and ensures payment flows in the other direction from buyers to sellers. All trading venues have a vital interest in a settlement infrastructure that is fast, efficient and as cost effective as possible”. NORMAN, Peter. **Plumbers and Visionaires: securities Settlement and Europe’s Financial Market**. Londres: John Wiley & Sons Ltd., 2007, p. 4.

384 “A efetiva liquidação, assim entendida a entrega e pagamento com o cumprimento das obrigações assumidas no contrato pactuado e concluído na fase de negociação, ocorre em data diversa e posterior à data da negociação. Este intervalo de tempo entre a data de negociação e a data de liquidação, denominado intervalo de liquidação, é um fator de risco. Dentro da fase de pós-negociação é preciso controlar os riscos do intervalo de liquidação, gerenciá-los e mitigá-los. O risco mais evidente é o risco de não cumprimento de obrigação, seja do pagamento, seja da entrega de ativo, na data pactuada ou o cumprimento com atraso. Estes são, respectivamente, os riscos de crédito e de liquidez, mas há outros riscos que merecem ser considerados”. PEREIRA FILHO, V. C. **Títulos e Valores Mobiliários Escriturais: Aspectos Decorrentes de sua Internacionalização**. Tese de Doutorado, Universidade de São Paulo – Faculdade de Direito, 2012, p. 37.

385 Há casos em que as operações são liquidadas bilateralmente pelas próprias contrapartes, sem a utilização de uma estrutura de clearing. A Resolução CVM nº 135/2022 prevê expressamente esta possibilidade (inciso II do art. 16).

mediante a apuração, fixa-se o que deve ser pago e entregue por ambas as partes na data da liquidação.

A apuração, em sua forma mais simples, é feita de forma exclusiva para determinado negócio entre 2 (duas) contrapartes. Quando é assim, a compensação envolve apenas o cálculo líquido das obrigações apenas entre as partes em dado negócio – isto é, quanto cada parte terá que entregar e/ou receber após a compensação das obrigações relacionadas ao negócio em questão.

No entanto, o mais comum no mercado de valores mobiliários é que a compensação envolva múltiplos negócios entre 2 (duas) contrapartes. Assim ocorre porque, em mercados de bolsa, a estrutura de compensação faz mais do que meramente compensar (como vimos no exemplo acima), já que também atua na condição de “contraparte central” – na qual, como o próprio nome diz, atua como contraparte de todas as operações ocorridas no mercado (sim, de todas as operações)³⁸⁶.

Assim, uma contraparte central usualmente possui múltiplos negócios simultâneos, relacionado a diferentes valores mobiliários, com um mesmo investidor. A compensação, portanto, envolve o cálculo líquido de todas as obrigações entre as partes, com a apuração do saldo final para determinar aquilo que cada parte deverá entregar ou receber ao final da compensação³⁸⁷.

386 Em cada uma das operações, ocorre a novação do negócio original e, passo contínuo, a contraparte se torna a compradora do vendedor e a vendedora do comprador. Ou seja, cada operação original entre comprador e vendedor se bifurca em 2 (duas) operações: entre o comprador original e a contraparte (na condição de vendedora); e a contraparte (na condição de compradora) e o vendedor original. Por isso, a contraparte é necessariamente uma instituição capitalizada, com porte e estrutura grandes o bastante para gerenciar riscos e garantias de todos os participantes do mercados. A esse respeito, ver WELLISCH, Julya Sotto Mayor. **Mercado de Capitais: Fundamentos e Desafios**. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 253-254: “Com vistas a assegurar a certeza de liquidação, mesmo em caso de insolvência de um participante, a legislação determina que as clearings constituam mecanismos e salvaguardas adequados e assegura a prioridade na execução dos ativos recebidos em garantia, mitigando, assim, o risco de desfazimento (unwind) das posições multilaterais apuradas”.

387 Efeito disso é que os investidores não ficam expostos ao risco de crédito de contrapartes desconhecidas. Em razão da atuação da contraparte central, a identidade da contraparte original se torna totalmente indiferente à dinâmica de negociação.

Veja-se, portanto, que a compensação potencialmente reduz o número e o valor de entregas e pagamentos necessários para liquidar as operações ocorridas no mercado³⁸⁸ – e, por conseguinte, reduz os riscos de crédito (falha no pagamento) e de liquidez (falha na entrega do título)³⁸⁹.

Feito isso, passa-se para o momento da liquidação, ocasião em que as obrigações apuradas na compensação são efetivamente cumpridas. Como as atividades de compensação e liquidação são articuladas de forma contínua e integrada, é comum que sejam prestadas por uma mesma infraestrutura, denominada câmara de compensação e liquidação, ou simplesmente *clearing*.

O risco de inadimplência é uniformizado para todo o mercado, já que todos os investidores passam a correr o risco de crédito da própria contraparte central, o que aumenta a confiança dos investidores e, por óbvio, o apetite para negociar. Ver, a esse respeito, LOBO, Henrique Fratta. **Os deveres dos intermediários no mercado secundário de valores mobiliários**. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2021, pp. 57-58: “Após o negócio estar confirmado, passa-se ao cálculo e apuração das obrigações das contrapartes, ou seja, o quanto deve ser pago e entregue na data de liquidação a cada investidor. Para a negociação de valores mobiliários, principalmente aqueles negociados em ambiente de bolsa de valores, é realizada a compensação multilateral de saldos e ativos a serem entregues e recebidos pelo investidor. Isto ocorre por conta da existência do mecanismo de contraparte central e dos sistemas de custódia fungível e depósito centralizado de valores mobiliários, conforme será explicado adiante, por meio do qual todos os negócios terão como contraparte uma única entidade, ao invés do próprio investidor. Desta forma, a contraparte central assume posição contratual de parte em todos os negócios celebrados no ambiente de negociação, que ingressaram na fase de pós-negociação, após a sua confirmação. Assim, a contraparte central atua como vendedora de todos os compradores e compradora de todos os vendedores, mitigando os riscos de crédito nos negócios, já que todos têm a mesma contraparte e, portanto, estão expostos ao mesmo risco de crédito. (...)”.

388 Sob o ponto de vista prático, como a contraparte central é parte de todas as operações, está em posição privilegiada para promover a compensação das operações de cada investidor no mercado como um todo. Basta pensar: a apuração de saldos finais de cada investidores será em relação à própria contraparte central, e não ao investidor A ou B.

389 “The term “clearing” is used in different senses. In its narrower sense, the terms used to mean the calculation of the mutual post-trade obligations of market participants, usually on a net basis. In its wider sense (which will be used in this discussion) the term clearing involves the management of post-trading, pre-settlement credit exposures, to ensure that trades are settled in accordance with market rules, even if a buyer or seller becomes insolvent prior to settlement”. BENJAMIN, Joanna; MONTAGU, Gerald; YATES, Madeleine. **The Law of Global Custody**. 2. ed. Londres: Butterworths, 2003. p. 142.

Na liquidação, ocorre basicamente a entrega do valor mobiliário, de um lado; e o pagamento, de outro. É, afinal de contas, o cumprimento propriamente dito das obrigações assumidas na fase de negociação³⁹⁰.

À medida que uma parte paga (\$) e a outra parte entrega (valor mobiliário), a liquidação é, ao mesmo tempo, (i) financeira (pagamento em dinheiro); e (ii) física (entrega dos valores mobiliários)³⁹¹.

A *clearing*, propriamente falando, realiza os procedimentos para a liquidação financeira. É ela quem efetua as movimentações financeiras diretamente nas contas mantidas pelos participantes na câmara de liquidação, com base nos saldos líquidos das operações, sem a necessidade de transferências individuais entre as contrapartes envolvidas.

O espelho da liquidação financeira, por sua vez, é a transferência dos valores mobiliários, equivalente à liquidação física das operações. A responsável por isso não é exatamente a *clearing*, mas o chamado depositário central.

Ambos, é verdade, atuam sincronizadamente para que o pagamento ao vendedor e o recebimento do título pelo comprador ocorram ao mesmo tempo, o chamado *delivery versus payment* (DVP). Mas as funções do depositário central são um capítulo a parte, a ser explorado abaixo.

390 “A trade clears if the buyer and seller both report that they traded with each other, and their reported terms of trade are identical. If the records do not match exactly, the clearing agent reports the discrepancies to the traders, who then try to resolve them. In the futures markets, such trades are called out-trades. In the securities markets, they are called DKs (for Don’t Know). Clearing is a trivial exercise when automated order-matching systems arrange all trades. Since these systems know everything about the trades they arrange, they always report matched trades”. HARRIS, Larry. **Trading and Exchanges: Market Microstructure for Practitioners**. New York: Oxford University Press, 2003. p. 35.

391 Nem todas as liquidações, contudo, envolvem simultaneamente componentes financeiros e físicos. Há outras possibilidades, como os casos em que a liquidação ocorre apenas de forma física, como nas operações de troca de valores mobiliários. Tais situações, entretanto, não serão objeto de análise neste texto.

3.3. O DEPÓSITO CENTRALIZADO

A participação do depositário central na liquidação é consequência direta de que os valores mobiliários estão nele depositados. Isso, por sua vez, se deve à exigência de que, para que sejam negociados no mercado secundário, os valores mobiliários se achem centralizados no depositário, responsável pela sua guarda³⁹².

O surgimento das depositárias ocorreu antes mesmo dos títulos escriturais (ou seja, aqueles que existem apenas em registros eletrônicos, sem representação física em papel)³⁹³, ocasião em que circulavam fisicamente, seja como (i) títulos ao portador, sem identificação do titular; ou (ii) títulos nominativos, emitidos em nome de pessoa identificada.

Assim, quando ainda eram representados em documentos de papel, a liquidação das operações dependia (i) no caso dos títulos ao portador, da transferência física dos papéis entre os investidores; e (ii) no caso dos títulos nominativos, do registro da transferência de titularidade nos livros da companhia emissora³⁹⁴.

392 “A existência da Central Depositária facilita a transferência de titularidade dos ativos e o gerenciamento de eventos decorrentes dela (os quais são abordados brevemente mais adiante). Vê-se, pois, que assim como a Contraparte Central facilita a compensação e a liquidação dos direitos e obrigações, a Central Depositária facilita a movimentação de ativos entre os investidores”. VERSIANI, Fernanda Valle. A tecnologia blockchain no mercado de valores mobiliários: É possível usá-la para aprimorar os processos de negociação e pós-negociação nos mercados organizados? In: PARENTONI, Leonardo; MILAGRES, Marcelo de Oliveira; VON DE GRAAF, Jeroen (Coord.) MOREIRA, Arthur Salles de Paula; CHAGAS, Ciro Costa; SANTANA, Mariana Damiani (Org.). **Direito, Tecnologia e Inovação - v.III**: aplicações jurídicas de blockchain. Belo Horizonte: Editora Expert, 2021, p. 156.

393 Na definição de Arnaldo Wald, valor mobiliário escritural é “um valor patrimonial incorpóreo que outorga ao seu titular os direitos e obrigações inerentes à qualidade de acionista e cuja transferência processa-se escrituralmente, mediante assentamentos próprios nas instituições encarregadas de sua administração e depósito”. WALD, Arnold. O regime jurídico das ações escriturais. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, nº 67, jul./set., 1987, p. 19.

394 “A origem das centrais depositárias de valores mobiliários está ligada, como já dissemos anteriormente, à necessidade de se proceder à entrega dos valores mobiliários de forma segura, ágil, evitando os riscos derivados do uso de documentos em papel, sejam títulos ao portador ou nominativos com seus certificados e termos de transferência. Neste contexto, foram surgindo nos mercados domésticos as CSDs, que tinham por função centralizar a

O cenário se agravou à medida que o volume de operações no mercado de capitais crescia, o que gerava dificuldades e constantes atrasos na entrega física dos valores mobiliários. Daí a expressão *paper crunch*, criada para designar o descompasso entre as entregas físicas e o processamento das operações fechadas³⁹⁵. O que era, aliás, um problema até mesmo para mercados menores, como o brasileiro³⁹⁶.

*guarda de valores mobiliários ao portador ou representados por certificados para que a liquidação das operações pudesse ocorrer sem o trânsito de papéis. Também como já dito, devido aos avanços tecnológicos, surgiu a desmaterialização de forma que o valor mobiliário passou a existir inteiramente sem suporte físico de papel. Seja por imobilização, seja por desmaterialização, os valores mobiliários circulavam, nos registros ou sistemas da CSD ou de SSS com a CSD atrelada, de forma escritural". PEREIRA FILHO, V. C. **Títulos e Valores Mobiliários Escriturais: Aspectos Decorrentes de sua Internacionalização**. Tese de Doutorado, Universidade de São Paulo – Faculdade de Direito, 2012, p. 47.*

395“O crescimento dos mercados domésticos e internacional levou a um progressivo e constante aumento do número de negócios jurídicos que tinham por objeto valores mobiliários. Desta forma, para que os negócios pactuados pudessem ser concluídos, era necessário proceder à entrega de valores mobiliários ao portador, ensejando o trânsito físico destes, ou à efetivação de registro para transferência de titularidade no caso de valores mobiliários nominativos, já que os certificados, quando existentes, não se prestavam para ser objeto de tradição com efeito de transferir a propriedade sobre as ações que representam. O aumento no volume de operações de compra e venda de valores mobiliários e de constituição de garantias sobre os mesmos fez com que as etapas necessárias para a efetivação dos negócios jurídicos pactuados deixassem de ocorrer de forma eficiente e no tempo adequado, passando a haver atrasos na entrega física de valores mobiliários. Assim, na segunda metade do século vinte verificou-se que a entrega de valores mobiliários para liquidar operações de compra e venda, assim como o grande aumento de emissões de valores mobiliários levaram a um colapso do sistema de liquidação de operações com valores mobiliários denominado, em jargão de mercado, *Paper crunch*, pois a estrutura de liquidação com entrega física de valores mobiliários não conseguia acompanhar e processar os negócios realizados”. PEREIRA FILHO, V. C. **Títulos e Valores Mobiliários Escriturais: Aspectos Decorrentes de sua Internacionalização**. Tese de Doutorado, Universidade de São Paulo – Faculdade de Direito, 2012, pp. 17-18.

396 Vide o comentário de Mauro Penteadado a respeito: “Na verdade, são bem conhecidas as dificuldades causadas ao funcionamento do mercado de capitais, especialmente nos períodos de expansão, pelo facto de as ações serem incorporadas em documentos, que, em cada alienação, sofrem sucessivas transmissões físicas: do alienante para o seu corretor, deste para o corretor incumbido da aquisição, e deste para o adquirente; no caso de ações nominativas, acrescem ainda entrega a sociedade emitente (a fim de ser lavrado o registro de transmissão) e a devolução por esta. Mesmo em bolsas pequenas, como as nossas, em que são movimentadas diariamente algumas escassas centenas de milhares de títulos, as necessidades de circulação material destes dificulta a fluidez das operações provoca atrasos na liquidação delas, já tendo exigido a suspensão das sessões para permitir escoar os papéis que se foram acumulando” PENTEADO, Mauro Rodrigues. *Disciplina legal das ações escriturais em Portugal*. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, v. 29, n. 79, jan./mar. 1990, p. 115.

A solução para isso foi a criação de depósitos centralizados, onde os valores mobiliários ficariam imobilizados³⁹⁷. A partir de então, as transferências não mais exigiriam a entrega física dos papéis, já que bastava o registro das alterações de titularidade no sistema da própria depositária³⁹⁸.

Por aí se percebe que a atuação dos depositários centrais é pré-condição para o desenvolvimento de mercados mais líquidos³⁹⁹.

397 “A CSD mais antiga que se tem registro foi a Wiener Giro-und Cassenverein fundada em 1872 na Áustria. Após esta veio a Kassenverein alemã também do fim do século XIX. No século XX, tivemos em 1942 a Caisse Centrale de Dépôts et de Virement des Titres da França. Nos EUA, há registros de estudos da Bolsa de Nova Iorque (NYSE) para criar uma central de imobilização ainda antes da I Guerra Mundial, mas os EUA só criaram uma CSD após a sua crise de Paper Crunch no fim dos anos 60 e transição para os anos 70, quando ocorreu a criação da Depository Trust Company (DTC) em 1973, que ganhou fôlego e corpo após 1975 com alteração do Securities Act, encorajando o uso de centrais depositárias e criando um sistema unificado para o mercado”. PEREIRA FILHO, V. C. **Títulos e Valores Mobiliários Escriturais: Aspectos Decorrentes de sua Internacionalização**. Tese de Doutorado, Universidade de São Paulo – Faculdade de Direito, 2012, p. 47 (nota de rodapé).

398 Para que fique claro, pode-se pensar na seguinte ilustração: o título propriamente dito fica guardado nos cofres do depositário central, enquanto a circulação e transferência de sua titularidade ocorre por meio de meras alterações nos registros escriturais desse depositário, sem que o título fique de um lado para o outro, ou que os intermediários precisem averbar cada transferência nos livros da companhia emissora. Ver PEREIRA FILHO, V. C. **Títulos e Valores Mobiliários Escriturais: Aspectos Decorrentes de sua Internacionalização**. Tese de Doutorado, Universidade de São Paulo – Faculdade de Direito, 2012, p. 22 (nota de rodapé): “Com a imobilização e criação das contas de ativos, as futuras transferências seriam feitas através de débitos e créditos nas contas de ativos para registros escriturais junto ao SSS, ou seja, os valores mobiliários ao portador não deixariam mais os cofres da instituição depositária, mas continuariam a ser negociados, sendo seu titular o último a receber um crédito ou, dito de outra forma, aquele que recebesse o crédito mais recente dos valores mobiliários escriturais criados em decorrência da imobilização de títulos ao portador. O raciocínio para os valores mobiliários nominativos é o mesmo, no registro ou livro pertinente figura a Instituição Depositária ou quem esta indicar, sem necessidade de averbar a cada transferência, pois a identificação do titular se dá com os registros escriturais do SSS”.

399 O que foi ratificado pela própria CVM no Edital da Audência Pública SDM nº 06/2013: “[A] atuação dos depositários centrais pode ser vista também como pré-condição para o desenvolvimento de mercados mais líquidos. A partir dessa mesma explicação se pode verificar como o depósito centralizado de ativos é um suporte essencial para o adequado processo de liquidação de operações por contrapartes centrais e um mitigador para os riscos eventuais dos processos de inovação (e, nesse sentido, um importante instrumento para a garantia da estabilidade financeira)”. CVM. **Edital de Audiência Pública SDM nº 06/2013**, de 26 ago. 2013: proposta de regras sobre depósito centralizado, custódia e escrituração de valores mobiliários, p. 4 Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2013/sdm0613-edital.pdf. Acesso em: 15 jul. 2025.

Entendido isso, fica mais fácil compreender a importância e o papel dos depositários centrais para a liquidação das operações. Como a titularidade e transferência dos títulos são controladas pelo sistema do depositário central, esse sistema atua de modo sincronizado com o sistema da *clearing* para executar a liquidação – física e financeira – das operações.

Por parte da *clearing*, uma vez feita a compensação e constatado que o comprador tem condições de honrar com os custos financeiros da operação, a câmara de liquidação emite um sinal positivo para o depositário central. Já por parte do depositário, também há uma série de verificações a serem realizadas antes que possa autorizar a liquidação.

O exercício de tais verificações são atribuições de ordem pública, típicas de um *gatekeeper*, essenciais para assegurar segurança jurídica à liquidação física das operações – e que, trazendo para o contexto brasileiro, conferem aos depositários uma verdadeira função cartorial⁴⁰⁰.

Uma primeira verificação diz respeito à titularidade do valor mobiliário em questão – ou seja, se o vendedor é mesmo o proprietário daquele título. A prova disso é o registro na conta escritural, em nome de cada investidor, mantida no sistema do depositário⁴⁰¹.

Outra verificação mira eventuais restrições à livre disposição do valor mobiliário em questão. É o depositário central que constitui os ônus e gravames sobre os valores mobiliários depositados, seja em decorrência de ordem judicial, constituição de garantias, restrições

400 “As instituições depositárias são intermediários do mercado de capitais, cuja função precípua é a de manter em depósito valores mobiliários e proceder aos respectivos controles de titularidade. Complementarmente, as instituições depositárias são responsáveis pelo recebimento de dividendos e bonificações, de valores decorrentes de resgate, amortização e reembolso, pelo exercício de direitos de subscrição e outros equivalentes em nome e em favor do titular dos valores mobiliários custodiados”. ROBERT, Bruce. In: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coords.). **Comentários à Lei de Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 544.

401 Como lembra Fabio Konder Comparato: “o título incorporador dos direitos acionários é a chamada conta de depósito, aberta nos livros da instituição financeira dita depositária, conta essa que, como é obvio, não constitui um documento circulante”. COMPARATO, Fábio Konder. **Direito Empresarial: Estudos e Pareceres**. São Paulo, Saraiva, 1990, p. 355

regulatórias ou societárias, e demais casos que inviabilizem a realização da negociação.

O depositário também confere a devida publicidade aos eventuais ônus e gravames existentes, a fim de mitigar riscos de dupla alocação dos títulos, vinculação como garantia, entre usos indevidos. Assim como perfaz o tratamento de eventos societários sobre os valores mobiliários depositados, como pagamento de dividendos, bonificações, desdobramentos, agrupamentos e subscrições⁴⁰².

Para o exercício de tais atribuições, o depositário central conta com o suporte de 2 (dois) agentes: (i) o escriturador, que é a ponte entre o depositário e as companhias emissoras; e (ii) o custodiante, a ponte entre o depositário e os investidores (titulares dos valores mobiliários).

Para o exercício das atribuições acima, o depositário não atua sozinho. Além da *clearing* (com quem atua na liquidação das operações, visto acima), mais 2 (dois) agentes auxiliam o depositário central: (i) o escriturador, que atua como elo entre as companhias emissoras e o

402 Basicamente, à medida que recebe orientações das respectivas companhias emissoras, o depositário central reflete as providências nas contas dos titulares dos respectivos valores mobiliários. BERWANGER, Antonio Carlos. **Tokenização de valores mobiliários:** a digitalização em redes de blockchain como alternativa à emissão e à cadeia de pós-negociação tradicional em mercados organizados de valores mobiliários. Dissertação (mestrado) - Escola de Direito do Rio de Janeiro da Fundação Getúlio Vargas, 2025, p. 46: “[A] função do depositário central se relaciona com providências ocorridas fora do ambiente da bolsa de valores. Ela decorre, principalmente, do tratamento de eventos relacionados aos emissores do ativo; no caso em análise, as companhias abertas emissoras das ações. Assim, após receber as orientações da companhia, ou do escriturador por ela contratado, o depositário central se ocupa de refletir as providências necessárias no que se refere às ações depositadas, sendo que eventuais recursos financeiros decorrentes dos proventos são repassados pelo depositário central para os custodiantes, para que sejam disponibilizadas nas contas gráficas de seus clientes”.

depositário⁴⁰³; e (ii) o custodiante, o elo entre os investidores (titulares dos valores mobiliários depositados) e o depositário⁴⁰⁴.

Os capítulos seguintes serão dedicados a uma análise mais aprofundada da atuação das depositárias, com ênfase no contexto brasileiro.

403 É o agente responsável pela manutenção e atualização do registro escritural dos valores mobiliários emitidos pelas companhias – ou seja, é quem presta o serviço de guarda dos livros escriturais das companhias. A contratação de agentes externos para a prestação de tal serviço é regra desde a passagem dos títulos ao portador ou nominativas para os escriturais, como fixa o art. 27 da Lei nº 6.404. A função do escriturador é, de modo resumido, abrir, manter e controlar os registros escriturais dos títulos emitidos pela companhia, com o registro de titularidade e de direitos sobre tais títulos. Nesse sentido, o escriturador funciona como o elo entre a companhia emissora e o depositário central: (i) de um lado, o depositário central (i.i) controla as negociações que ocorrem no mercado secundário e (i.ii) transmite tais informações aos sistemas do escriturador, a chamada “conciliação”; e (ii) de outro lado, o escriturador (ii.i) acompanha os fatos e eventos societários da emissora e (ii. ii) transmite ao depositário central os efeitos incidentes sobre os valores mobiliários nele depositados, a fim de que sejam refletidos nas contas dos seus titulares.

404 A figura do custodiante surgiu ainda nos idos dos títulos ao portador, quando acontecia o seguinte: determinado investidor era titular de muitos valores mobiliários, o que automaticamente acarretava o risco de perdê-los, sem falar nas dificuldades em exercer os direitos inerentes aos diferentes títulos (como recebimento de dividendos, bonificações, desdobramentos, entre outros). Daí porque os custodiantes se especializaram em receber os valores mobiliários dos investidores, com a finalidade de guardá-los em segurança e administrar os direitos vinculados a eles. Mesmo quando os valores mobiliários passaram a ficar imobilizados no depositário central (e, em seguida, registrado no sistema do escriturador), não fazia sentido abrir mão dos serviços dos custodiantes. Sobretudo porque eram eles, os custodiantes, que tinham o know-how de prestação de serviço ao cliente final, e não o depositário central ou o escriturador. Assim, ainda hoje, são os custodiantes que prestam serviços de (i) tratamento das ordens de compra e venda enviadas pelos investidores, a fim de transmiti-las aos intermediários; (ii) tratamento dos eventos incidentes sobre os valores mobiliários custodiados, conforme transmitidas pelo depositário; e (iii) conciliação das posições do investidor nos sistemas do depositário central (e do escriturador). Em outras palavras, enquanto o intermediário auxilia os investidores na negociação, o custodiante é o intermediário na manutenção dos títulos. Os custodiantes estão para os depositários centrais, assim como os intermediários estão para os ambientes de negociação. A semelhança entre os serviços do intermediário e do custodiante explica porque, quase sempre, são prestados ao investidor pela mesma instituição financeira.

4. DEPÓSITO CENTRALIZADO: COMO FUNCIONA AO REDOR DO MUNDO E SUAS PECULIARIDADES NO BRASIL

Antes de entrar no mérito de como as depositárias centrais atuam no Brasil, avaliaremos o surgimento do depósito centralizado em jurisdições chaves, como Estados Unidos e Europa.

4.1. ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA

A infraestrutura do mercado de capitais norte-americano, no tocante à custódia e liquidação de valores mobiliários, é caracterizada por uma centralização singular.

No epicentro desse arranjo está a *Depository Trust Company* (DTC), instituição criada em 1973, que é (i) regulada pela *Securities and Exchange Commission* (SEC), a “CVM norte-americana”; (ii) subsidiária da *Depository Trust and Clearing Corporation* (DTCC); e (iii) integrante do *Federal Reserve System* dos Estados Unidos.

A trajetória da DTC ilustra não apenas uma resposta institucional a desafios logísticos e históricos, mas também a consolidação de um modelo de eficiência operacional que redefiniu o funcionamento do mercado de capitais daquele país. Até então, negociação de títulos e valores mobiliários nos Estados Unidos era eminentemente analógica, nada muito diferente do que vimos sobre o Brasil de outros tempos. Bancos e corretoras emitiam certificados físicos de titularidade, cuja circulação dependia de uma complexa cadeia logística: entregadores, papel e caneta, cofres, cartas registradas, serviços postais e afins.

Esse arranjo analógico era naturalmente oneroso em termos de tempo e dinheiro, vulnerável a impactos climáticos, congestionamentos urbanos, extravios, furto e roubo. A materialidade dos certificados impunha limites claros à escalabilidade e segurança

das operações, o que deixava o sistema altamente propenso a atrasos e erros operacionais⁴⁰⁵.

A década de 1960 foi marcada por um crescimento exponencial no volume de negociações de valores mobiliários, fenômeno que levou a (já frágil) infraestrutura ao absoluto caos operacional.

É o famigerado “*paper crunch*” que acima comentamos: os departamentos de *backoffice* das instituições financeiras norte-americanas se viam incapazes de processar o volume de documentos, o que resultava em atrasos recorrentes, aumento de falhas operacionais e, em última instância, restrições ao horário de funcionamento das bolsas de valores (que passaram a operar menos horas por dia e, por vezes, a fechar em determinados dias da semana, para dar vazão ao acúmulo de processos pendentes).

É nesse contexto de crise operacional que os participantes do mercado organizaram a DTC, concebida como um ponto focal para o depósito centralizado de valores mobiliários e de registros de titularidade. A depositária central viabilizou a negociação e liquidação de valores mobiliários com mais eficiência e menos custos, sobretudo por conta da dispensa da logística física de certificados.

A DTC, à medida que centralizou o registro de titularidade e a custódia dos títulos, permitiu que as transferências de propriedade então ocorressem de maneira escritural (*book-entry*), internalizando a liquidação e reduzindo drasticamente os riscos e custos associados à logística física⁴⁰⁶.

Só que a atuação da DTC não se limita ao registro escritural de titularidade e à imobilização dos valores mobiliários. A mesma instituição oferece serviços de registro de garantias (*pledge registry*), compensação (*clearing*) e liquidação (*settlement*). Uma mesma instituição exercendo simultaneamente diferentes funções no sistema

405 NATIONAL ASSOCIATION OF BOND LAWYERS. Demystifying DTC: the depository trust company and the municipal bond market. **National Association of Bond Lawyers**, março de 2017. Disponível em <<https://www.nabl.org/wp-content/uploads/2023/02/20170331-NABL-Demystifying-DTC.pdf>>. Acesso em 15.07.2025.

406 *Idem*.

de negociação – uma amplitude/verticalização tal que consolidou a DTC como uma infraestrutura crítica para o funcionamento do sistema financeiro dos Estados Unidos⁴⁰⁷. No *annual report* da instituição, conseguimos vislumbrar o volume massivo de ativos depositados (e transações viabilizadas) na entidade⁴⁰⁸.

A relação da DTC com o mercado se dá por meio de um modelo de “participação indireta” – quem se conecta à DTC não são os investidores e emissores diretamente, mas os bancos e corretoras utilizados pelos investidores e emissores como plataformas de negociação. Essas instituições são sócias não-votantes da DTC, enquanto o controle societário fica com a DTCC (arranjo análogo ao modelo de governança associativo da B3 pré-desmutualização).

Passadas algumas décadas desde a constituição da DTC pelo mercado, a esmagadora maioria dos bancos e corretoras norte-americana se tornaram participantes da DTC.

A criação/consolidação da DTC representou um marco na evolução da infraestrutura do mercado de capitais dos Estados Unidos. Ao superar as limitações do sistema analógico e instituir um modelo centralizado de custódia e liquidação, a DTC não apenas solucionou um problema logístico de grandes proporções, mas também estabeleceu as bases para o desenvolvimento de um mercado de capitais moderno, eficiente e seguro.

De uma maneira geral, a DTC é um caso de mostruário de como coordenação institucional entre agentes públicos e privados foi determinante para superar uma grande ineficiência de um mercado de capitais (no caso, o *paper crunch*). No caso dos EUA, isso foi atingido com apenas uma depositária central. No caso da União Europeia, nosso próximo tema, o desenho é um pouco diferente.

407 DEPOSITORY TRUST & CLEARING CORPORATION (DTCC). **The Depository Trust Company (DTC)**. [S. l.]: DTCC, [s. d.]. Disponível em: <https://www.dtcc.com/about/businesses-and-subsiaries/dtc>. Acesso em: 15 jul. 2025.

408 DTC. Annual Report 2024, disponível em <<https://www.dtcc.com/annuals/2024/files/DTCC-Annual-Report-2024-Print.pdf>>. Acesso em 17.01.2026.

4.2. UNIÃO EUROPEIA

O desenho europeu do depósito centralizado é bem diferente do americano. Aqui, coexistem diversas depositárias centrais sob o guarda-chuva da Central Securities Depositories Regulation (CSDR), criada em 2014 para facilitar e harmonizar a liquidação *cross-border* de valores mobiliários entre países-membros da União Europeia⁴⁰⁹.

Antes disso, a atividade de depósito centralizado era regulada localmente, país a país, com todas as ineficiências e incompatibilidades *cross-border* que desse desenho resultava.

No contexto da União Europeia e da consequente integração entre países-membros, a CSDR foi construída para viabilizar a harmonização e redução dos prazos de liquidação de valores mobiliários na União Europeia, aumentar a segurança e eficiência da infraestrutura dos mercados de capitais europeus, instituir requisitos prudenciais, de governança e de conduta para depositárias centrais, sistemas de passaporte para depositárias centrais com a licença de um país-membro prestar serviços nos mercados de capitais de outros países-membros, entre outros.

No dia a dia, as depositárias centrais são supervisionadas pelas autoridades nacionais de cada estado-membro, que precisam cooperar entre si e com a ESMA (*European Securities and Markets Authority*) para garantir a aplicação uniforme das regras.

As suas obrigações aplicáveis às depositárias centrais são relativamente extensas – governança sólida, controles internos robustos, manutenção de registros por pelo menos dez anos, responsabilidade sobre serviços terceirizados, transparência nos preços, capital suficiente para cobrir riscos operacionais e

409 EUROPEAN PARLIAMENT; COUNCIL OF THE EUROPEAN UNION. Regulation (EU) No 909/2014 of the European Parliament and of the Council of 23 July 2014 on improving securities settlement in the European Union and on central securities depositories and amending Directives 98/26/EC and 2014/65/EU and Regulation (EU) No 236/2012. **Official Journal of the European Union, Brussels**, 28 ago. 2014. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2014/909/oj/eng>. Acesso em: 10 jul. 2025.

jurídicos, comitês de usuários para cada sistema de liquidação etc. Principalmente agora, com a entrada em vigor do DORA (Regulamento UE 2022/2554), as depositárias centrais devem identificar e mitigar riscos operacionais com rigor crescente⁴¹⁰.

Por mais relevante que tenha sido o CSDR original, a regulação europeia não ficou estática. Em 2024, após um relatório detalhado da Comissão Europeia e consultas ao mercado⁴¹¹, foi implementado o “CSDR Refit”, com a finalidade de (i) tornar as regras mais proporcionais e eficaz; (ii) reduzir os custos de conformidade; (iii) facilitar o passaporte *cross-border*; (iv) facilitar o acesso das depositárias centrais a serviços bancários (especialmente maior acesso a liquidez); e (v) uniformizar a supervisão pelas autoridades dos diferentes países⁴¹².

De mais recente, um dos compromissos mais relevantes assumidos foi o de reduzir, até outubro de 2027, o prazo de liquidação de valores mobiliários de D+2 para D+1. Na prática, isso significa apenas 1 (um) dia útil de intervalo entre a ordem de compra ou venda e a efetiva transferência da titularidade⁴¹³. Uma mudança que

410 EUROPEAN COMMISSION. **Central securities depositories (CSDs)**. [S. l.]: European Commission, [s. d.]. Disponível em: https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/financial-markets/post-trade-services/central-securities-depositories-csds_en. Acesso em: 10 jul. 2025.

411 EUROPEAN COMMISSION. **Report from the Commission to the European Parliament and the Council under Article 75 of Regulation (EU) No 909/2014 of the European Parliament and of the Council of 23 July 2014 on improving securities settlement in the European Union and on central securities depositories and amending Directives 98/26/EC and 2014/65/EU and Regulation (EU) No 236/2012**. Brussels: European Commission, 1 jul. 2021. Disponível em: https://ec.europa.eu/finance/docs/policy/210701-csdr-report_en.pdf. Acesso em: 10 jul. 2025.

412 EUROPEAN PARLIAMENT; COUNCIL OF THE EUROPEAN UNION. Regulation (EU) 2023/2845 of the European Parliament and of the Council of 13 December 2023 amending Regulation (EU) No 909/2014 as regards settlement discipline, cross-border provision of services, supervisory cooperation, provision of banking-type ancillary services and requirements for third-country central securities depositories and amending Regulation (EU) No 236/2012. **Official Journal of the European Union**, Brussels, 27 dez. 2023. Disponível em: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=OJ%3AL_202302845. Acesso em: 10 jul. 2025.

413 DIRECTORATE-GENERAL FOR FINANCIAL STABILITY, FINANCIAL SERVICES AND CAPITAL MARKETS UNION; ESMA; ECB. *Shortening the standard securities settlement cycle in the European Union: next steps* (15.10.2024). Disponível em: <<https://>

impacta toda a etapa pós-negociação e exige adaptações operacionais, tecnológicas e de liquidez por parte dos participantes do mercado.

O ciclo D+2 sempre foi o padrão global, mas mercados do mundo todo estão se movimentando para encurtar esse prazo. No próprio Brasil, por exemplo, a B3 já anunciou que está trabalhando para migrar a liquidação de ativos de renda variável para D+1, acompanhando o movimento europeu e americano⁴¹⁴.

Em conclusão, o modelo europeu de depositárias centrais mostra como é possível organizar e harmonizar a diversidade de atores e concorrentes sem abrir mão da resiliência do sistema integrado.

A CSDR e suas atualizações recentes são exemplos de como a regulação pode ser usada para integrar mercados, aumentar a eficiência e responder de forma pragmática aos desafios práticos. O avanço para o D+1 é mais um passo nessa trajetória de adaptação constante.

4.3 BRASIL

A infraestrutura do mercado de capitais brasileiro está passando por uma revolução. Até recentemente, tínhamos uma virtual monopolista, a B3, sendo ela a única entidade apta a prestar o serviço de depósito centralizado, inclusive de modo verticalizado com a sua atividade de bolsa de valores e registradora de ativos.

Mudando esse paradigma, estão vindo concorrentes para atacar cada um dos elos da cadeia da infraestrutura de mercado de capitais, até então verticalizada pela B3, sem competição relevante. De maneira peculiar, estávamos mais próximos do modelo norte-americano (uma única depositária central) e estamos migrando para o modelo

finance.ec.europa.eu/news/shortening-standard-securities-settlement-cycle-european-union-next-steps-2024-10-15_en>. Acesso em 15 de julho de 2025.

414 B3. **Desafios e recomendações para o D+1**. B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão, agosto de 2024. Disponível em <https://clientes.b3.com.br/c/document_library/get_file?groupId=20119&uuid=97c68ffb-6edb-9ac0-06da-484ae322f24b&groupId=20119>. Acesso em 13 de julho de 2025.

européu (diversas depositárias centrais competindo entre si). Mas qual trajetória legal/regulatória nos trouxe até aqui?

Em 2013, a Lei nº 12.810/2013 estabeleceu o marco legal de infraestruturas do mercado financeiro. A atividade de depósito centralizado foi incluída no escopo, abrangendo a guarda centralizada de ativos financeiros e de valores mobiliários (fungíveis e infungíveis), o controle de sua titularidade efetiva, tratamento de eventos e constituição de titularidade fiduciária dos ativos em favor da depositária central (arts. 23 a 25). Entraremos nesse mérito mais adiante.

A lei também tornou obrigatória uma autorização prévia do BC e/ou da CVM, no âmbito das suas respectivas competências, para que uma depositária central possa prestar esse serviço (art. 22). Em outras palavras, os 2 (dois) reguladores primários do mercado financeiro e de capitais exercem o controle de entrada dos *players* de infraestrutura (arts. 22).

Por fim, a Lei nº 12.810/2013 converteu as depositárias centrais nas únicas entidades competentes para se registrar ônus e gravames sobre ativos depositados. Passo essencial para trazer segurança jurídica ao mercado de capitais – especialmente credores – sobre a validade perante terceiros das garantias constituídas no âmbito de valores mobiliários de dívida (art. 26).

Ainda em 2013, a CVM já se movimentou com a publicação da Audiência Pública SDM nº 06/2013, com a proposta de normas para regulamentar as atividades de depósito centralizado, custódia e escrituração de valores mobiliários. Após comentários do mercado, o resultado desse esforço conjunto foi a Instrução CVM nº 541/2013, a primeira norma a regulamentar as depositárias centrais, do processo de autorização às regras da prestação do serviço.

Em 2017, o regime de ônus e gravames foi aprimorado pela Medida Provisória nº 775/2013 (posteriormente convertida na Lei nº 13.476/2013), que reforçou a competência do BC e da CVM para

regulamentar o sistema de ônus e gravames sobre ativos financeiros e valores mobiliários em geral⁴¹⁵.

No mesmo ano, também tivemos a Resolução CMN nº 4.593/2017 – na prática, regulamentando o regime de ônus e gravames sobre ativos objeto de registro ou depósito central, e ratificando a sua validade/oponibilidade perante terceiros quando constituídos no próprio ambiente da depositária central, mesmo sem averbação em cartório.

Em 2021, foi publicada a Resolução CVM nº 31/2021, substituindo a Instrução CVM nº 541/2013 como marco regulatório das depositárias centrais no âmbito de valores mobiliários.

Entrando no mérito das especificidades do depósito centralizado conforme a norma da CVM, ela compreende: (i) guarda dos valores mobiliários pela depositária central; (ii) controle de titularidade dos valores mobiliários em estrutura de contas de depósito em nome dos investidores; (iii) imposição de restrições a atos de disposição dos valores mobiliários, pelo investidor final ou por qualquer terceiro, fora do ambiente da depositária central; e (iv) o tratamento das instruções de movimentação e dos eventos incidentes sobre os valores mobiliários depositados, com os correspondentes registros nas contas de depósito (art. 2º).

Uma peculiaridade que vem desde o art. 24 da Lei nº 12.810/2013, devidamente refletida no art. 27 da Resolução CVM nº 31/2021, é a transferência da titularidade fiduciária do valor mobiliário à depositária central – uma condição precedente à constituição do depósito centralizado em si. Estamos falando apenas da titularidade fiduciária, então, na prática, o ativo não integra o patrimônio da depositária central (não é sujeito a penhora por seus credores), e se mantém registrado em conta de depósito sob o nome do investidor.

Ao contrário do que notamos em outras jurisdições, a depositária central deve conhecer o investidor final, através de informações prestadas pelos participantes, e manter a conta de depósito em nome desse investidor. Na mesma linha, a movimentação dos

415 BRASIL. Exposição de Motivos da Medida Provisória nº 775, de 2017. Brasília, DF, 2017.

valores mobiliários ocorre a partir de comandos ou autorizações dos investidores, comunicados à depositária central através dos seus participantes (art. 35)⁴¹⁶.

Já os participantes da depositária central são os (i) os custodiantes; (ii) os escrituradores; e (iii) os sistemas de negociação, sistemas de compensação e liquidação de operações e outras depositárias centrais com que a depositária central tenha vínculo contratual.

Feito esse panorama geral, o próximo passo para compreendermos o setor de depósito centralizado brasileiro passa por compreender a trajetória (i) da incumbente que concentrou a prestação desses serviços até hoje; e (ii) das entrantes que visam tomar participação de mercado a partir de uma bem-vinda concorrência. É o que enfrentamos no Capítulo 5.

5. HISTÓRICO DE FORMAÇÃO DA DEPOSITÁRIA B3

Como dito anteriormente, a criação da figura da Depositária Central ocorreu pela Lei nº 12.810/13, momento em que esta figura passou a integrar o ordenamento jurídico nacional.

Após a entrada em vigor da Instrução CVM nº 541/2013, na esteira da nova lei, o Brasil passou a contar com 2 (duas) depositárias centrais, ambas autorizadas a funcionar pela CVM na mesma data: (i) a BM&FBOVESPA S.A. Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (“BM&F”); e a (ii) CETIP S.A., Mercados Organizados (“CETIP”).

A infraestrutura do mercado financeiro brasileiro à época já era concentrada, principalmente para serviços de pós-negociação. Em 2014, o Brasil contava com a BM&F como principal bolsa de valores para negociação à vista, e com a CETIP como mercado de balcão principal para títulos e valores mobiliários representativos de dívida.

416 COSTA, Rafael Viana de Figueiredo. **O novo mercado de capitais crypto**: estratégias regulatórias para a transformação digital na oferta, negociação, liquidação e custódia de valores mobiliários. 2023. Dissertação (Mestrado em Direito da Regulação) – Escola de Direito do Rio de Janeiro da Fundação Getulio Vargas, Rio de Janeiro, 2023. p. 127-128.

De acordo com dados da CVM, naquele ano, o mercado à vista de ações teve 199 milhões de transações, com valor total de negociação em R\$ 6,4 bilhões, com um ticket médio de R\$ 8 mil por operação⁴¹⁷, em um mercado com 638 (seiscentos e trinta e oito) companhias abertas, com aprox. 460 (quatrocentos e sessenta) aptas a emitir ações negociadas no mercado⁴¹⁸.

Já o mercado secundário à vista de debêntures, por sua vez, contou com um volume de negociação anual de R\$ 200 bilhões distribuídos em 52 mil operações⁴¹⁹. No final de 2014, o número de investidores pessoas físicas habilitados na BM&F era aprox. 564 mil⁴²⁰.

Para comparação, apesar de não ter havido mudança relevante na quantidade de companhias abertas neste período, houve um grande aumento na quantidade de investidores habilitados a negociar em ambientes regulados e, principalmente, no volume de negociação⁴²¹.

Pouco menos de 2 (dois) anos após a autorização de ambas as depositárias, BM&F e CETIP anunciaram ao mercado que pretendiam unir suas operações⁴²². O principal motivo para a operação societária era a sinergia e complementariedade entre ambas as entidades – enquanto a BM&F era a única bolsa de valores do País, a CETIP era o principal mercado de balcão para títulos e valores mobiliários de

417 Valores da época não corrigidos pela inflação correspondente para o período. Relatório Anual CVM 2014, p. 46. Disponível em: <<https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/relatorios/anual/relatorio-anual-cvm-2014/view>>.

418 *Idem*. p. 66.

419 *Idem*. p. 52-53.

420 Balanço de operações para o ano de 2014 publicado pela BM&F. Disponível em: <<https://www.b3.com.br/data/files/AD/B6/0B/18/13111510FE0C840592D828A8/BMFBOVESPA-Balanco-de-Operacoes-2014.pdf>>.

421 Até o fim do segundo trimestre de 2025, o mercado secundário à vista de ações contava com um volume médio diário de negociação de R\$ 19,2 bilhões, e, o de debêntures, de R\$ 2,6 bilhões. *Idem*. p.23-24. Por sua vez, o número de investidores pessoas físicas habilitados na B3 saltou para 5,4 milhões, de acordo com dados do mesmo trimestre. Vide Uma Análise da Evolução dos Investidores Pessoas Físicas na B3, P. 3. Disponível em: <https://www.b3.com.br/data/files/E6/75/BC/90/36ECA71068C61CA7AC094EA8/Estudo_PF-final%20_mai.20_.pdf>.

422 Fato Relevante Conjunto de 08 de abril de 2016. Disponível em: <<https://www.rad.cvm.gov.br/ENET/frmDownloadDocumento.aspx?Tela=ext&numProtocolo=510146&descTipo=IPE&CodigoInstituicao=1>>

renda fixa. Assim, a unificação dos sistemas, acessos e *know-how*⁴²³ implicaria em redução de custos e ganho de escala à companhia resultante da unificação.

Em 22 de março de 2017, CVM⁴²⁴ e CADE⁴²⁵ aprovaram a combinação de negócios, dando surgimento à B3, que passou a deter as licenças, sistemas e atribuições das entidades anteriores. Foi assim que, pela primeira vez desde a (breve) criação da figura jurídica da depositária central, o Brasil passou a ter uma única depositária. Conforme explorado no Capítulo 6 a seguir, esse cenário não durou muito.

5.1 NORMAS DA B3 APLICÁVEIS À DEPOSITÁRIA CENTRAL

A Resolução CVM nº 31/2021 determina a elaboração de regulamentos e manuais operacionais pelas depositárias centrais como maneira de regular questões jurídicas, operacionais e tecnológicas para acesso e uso de suas plataformas e mensagerias⁴²⁶. No caso da B3, a elaboração dos regulamentos e manuais foi um compromisso assumido pela BM&F e pela CETIP para a entidade resultante⁴²⁷. Compilamos abaixo em oito principais temas:

423 Vide as considerações feitas na versão pública do Formulário de Procedimento Ordinário anexo à notificação apresentada pela BM&F e pela CETIP ao Conselho Administrativo de Defesa Econômica que resultou no Ato de Concentração Ordinário nº 08700.004860/2016-11. P. 23.

424 Processo Administrativo CVM nº SEI 19957.001686/2017-31.

425 Ato de Concentração nº 08700.004860/2016-11, aprovado com restrições.

426 A título ilustrativo, vide arts. 28, inciso II, 29, 30, parágrafo único e 31 da Resolução CVM nº 31.

427 “2.2. As Compromissárias incluirão, mediante aprovação da CVM (...) as regras e os procedimentos relativos ao acesso (...) aos serviços de depósito centralizado em relação a valores mobiliários de renda variável atualmente prestados pela BVMF (“Serviços de CSD”), que viabilizem a prestação de tais serviços a outras IMFs (“Regras de Acesso IMF”).”

	Regulamento do Balcão B3 ⁴²⁸	Regulamento da Central Depositária RV B3 ⁴²⁹	MPO da Central Depositária de RV ⁴³⁰	Manual de Normas dos Sub-sistemas ⁴³¹
Depósito e transferência de titularidade fiduciária	Art. 48, parágrafo único, inciso I, art. 72 e art. 78	Art. 2º, inciso I	Operacionalização descrita no Item 4.2	Art. 47
Conciliação / integridade patrimonial	Art. 81	Arts. 23 e 24	Item 4.4	Seção III – arts. 51 a 55
Registro de movimentações	Arts. 55 e 56	Arts. 18 a 22	Item 4.2 – movimentação entre contas	Art. 50
Constituição de ônus, gravames e garantias	Capítulo IV	Arts. 25 a 28	Capítulo 5	Art. 67 a 102
Limites de custódia	N/A	Arts. 29 a 31	Item 5.5	N/A
Relações com Participantes	Art. 57 a 61	Capítulo II	Descrição de procedimentos de cadastro no Capítulo III	N/A
Registros contábeis / segregação	Arts. 62 e 64	Art. 15 e art. 40, inciso V	Itens 3.1., 4.1., 5.1.9, e 5.6.3.	N/A
Eventos Corporativos	Art. 70	Art. 32	Capítulo 6	Art. 56 a 61

428 Versão de 16 de junho de 2025.

429 Versão de 02 de maio de 2024.

430 Versão de 02 de janeiro de 2025.

431 Versão de 16 de junho de 2025.

6. AUTORIZAÇÕES DO COLEGIADO DA CVM

Após a unificação dos serviços de depósito centralizado na B3, e como fruto do processo de evolução e sofisticação apresentado pelo mercado de capitais brasileiros na última década, novas entidades estão adentrando o mercado de serviços de pós-negociação. Abaixo, apresentamos uma breve descrição e contexto das autorizações concedidas pela CVM para prestação de serviços de depósito centralizado⁴³².

6.1 LAQUS

O processo de autorização da Laqus Depositária de Valores Mobiliários S.A. (“Laqus”) para atuação como depositária central⁴³³ foi o primeiro no qual o regulador examinou a viabilidade de um novo entrante em um nicho que possui relevante barreira de entrada, à vista da *expertise*, custos e estrutura exigidos.

Protocolado em 26 de abril de 2019 pela então Mark 2 Market Depositária de Valores Mobiliários S.A. (então razão social da atual Laqus), o pedido tinha por escopo o depósito centralizado unicamente de Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRA), e foi regido integralmente pela Instrução CVM nº 541/2013, em vigor à época.

De acordo com o plano de negócios apresentado pela Laqus, sua atuação como depositária central agregaria valor com um sistema de consulta centralizada para investidores de informações sobre CRAs, viabilizado por meio da integração dos participantes do mercado (emissores, originadores, investidores e distribuidores) à plataforma.

432 Apesar de não ter sido deferido até a data de publicação deste artigo, há ainda o pedido de autorização para funcionamento como depositária central apresentado pela CERC S.A., objeto do Processo Administrativo CVM SEI nº 19957.015727/2022-34, cuja análise foi iniciada pelo Colegiado na Reunião de 02 de setembro de 2025.

433 Processo Administrativo CVM SEI nº 19957.004945/2019-48, Relatoria SMI, apreciado pelo Colegiado em 08 de dezembro de 2020, e, posteriormente, em 08 de junho de 2021.

A Instrução CVM nº 541/13 impunha ao requerente da autorização a comprovação dos seguintes requisitos: (i) viabilidade financeira da operação; (ii) robustez operacional; e (iii) atendimento a determinados princípios regulatórios (*Principles for Market Infrastructures* do Bank for International Settlements).

Atendidos os requisitos de viabilidade financeira (endereçoado por meio do detalhado plano de negócios) e atendimento a princípios regulatórios (explicitado por meio de uma autoavaliação), o que chama a atenção no processo é (i) a condicionante da concessão da licença à implementação efetiva de sistemas considerados robustos o suficiente pela área técnica (o que fez com que a eficácia da licença ficasse suspensa por 6 (seis) meses); e (ii) a participação do incumbente na viabilização do novo entrante.

Ao se admitir um novo depositário central no mercado, a interoperabilidade se torna relevante, especialmente para garantir (i) a tempestividade e rastreabilidade nas transferências de valores mobiliários; e (ii) a conciliação correta de posições⁴³⁴.

O modelo de interoperabilidade entre B3 e Laqus inicialmente proposto não foi aprovado porque, segundo a CVM, não assegurava a transferência tempestiva dos valores mobiliários entre seus sistemas. Esta reprovação inicial fez com que ambas as entidades se comprometessem a atingir um mecanismo de interoperabilidade eficiente entre si. Conceitualmente, é interessante notar como tal requisito impõe ao incumbente o dever de viabilizar a entrada de novos concorrentes no mercado em que atua.

Adicionalmente, para implementar o mecanismo de autorregulação (arts. 40 e 41 da Instrução CVM nº 541/2013), a Laqus celebrou um acordo com a BSM Supervisão de Mercados (BSM), associação civil originalmente criada para fiscalizar e

434 “[...] os depositários centrais envolvidos devem definir regras e procedimentos destinados a assegurar que a transferência dos valores mobiliários entre os depositários seja realizada em tempo hábil, tendo em vista o interesse dos investidores, a efetividade dos processos de conciliação previstos na Instrução [CVM nº 541/13] e a rastreabilidade das movimentações realizadas”. SMI. Parágrafo 27 do Memorando nº 44/2020-CVM/SMI, de 02 de dezembro de 2020.

supervisionar os mercados organizados operados pela B3, para que a BSM implementasse e operasse esta estrutura na nova depositária. Comparativamente aos demais processos, a autorização da Laqus se destaca pela participação ativa do incumbente em sua viabilização⁴³⁵.

6.2 CSDBR

Na ordem cronológica, a CSD Central de Serviços de Registro e Depósito aos Mercados Financeiro e de Capitais S.A. (“CSDBR”) ingressou com um pedido de autorização para depósito centralizado após a Laqus, o qual⁴³⁶ foi o primeiro a ser conduzido já sob a Resolução CVM nº 31/2021. Quando protocolou seu pedido de autorização para depósito centralizado em 17 de dezembro de 2020, a CSDBR já era uma entidade administradora de mercado de balcão organizado e, portanto, já possuía uma estrutura de Infraestrutura de Mercado Financeiro (IMF) estabelecida - o que, naturalmente, implicaria em menos custos de ajuste e/ou implementação para a operação de depositária central.

Em seu pedido, a CSDBR delimitou os serviços para os seguintes valores mobiliários escriturais: (i) cotas de fundos fechados; (ii) certificados de recebíveis imobiliários (CRI); (iii) debêntures; (iv) letras financeiras com distribuição pública; e (v) Ações.

Como administradora de um mercado de balcão organizado, o serviço de depósito centralizado conformaria uma solução integrada para toda a jornada de pós-negociação para o investidor e/ou participante, a fim de conferir agilidade e mitigação de riscos operacionais.

435 Posteriormente, a Laqus apresentou pedido para cumular a função de escrituradora de valores mobiliários com a de depositária central, o que foi deferido pelo Colegiado, com algumas ressalvas e condições. Vide Processo Administrativo CVM nº 19957.012349/2022-37, recurso contra decisão da SMI (que indeferiu o pedido inicialmente) julgado pelo Colegiado em 02 de julho de 2024, de relatoria do Presidente João Pedro Nascimento, cujo voto foi seguido pela unanimidade do Colegiado.

436 Processo Administrativo CVM SEI nº 19957.008829/2020-31, de relatoria da SMI, e julgado pelo Colegiado em 20 de dezembro de 2024.

Do ponto de vista prático, os valores mobiliários apontados pela CSDBR englobavam os principais ativos negociados pelos investidores em termos de volume e liquidez (excluindo CRAs). Assim, emissores e distribuidores passariam a ter opções de depositária centrais disponíveis para valores mobiliários que desejassem emitir ou negociar a mercado.

O principal diferencial da autorização concedida à CSDBR reside na interoperabilidade. A SMI dispensou a CSDBR de assegurar a interoperabilidade de seus sistemas com as demais depositárias - o que foi seguido pelo Colegiado de maneira unânime)⁴³⁷ – sob a premissa de que, apesar de desejável em um ambiente com mais de um depositário central, a interoperabilidade não deve ser condição *sine qua non* para entrantes.

6.3 BEE4

Mais recentemente, em 08 de agosto de 2024, a BEE4 S.A. – Balcão Organizado de Empresas Emergentes (“BEE4”), companhia licenciada no ambiente de *sandbox* regulatório da CVM, protocolou pedido de autorização para atuar como depositária central⁴³⁸. Atualmente, a BEE4 opera um sistema de negociação de valores mobiliários em um regime regulatório controlado e com determinadas dispensas, com prazo determinado para sua adaptação à integralidade das normas aplicáveis a sua atuação, e uso de *blockchain*⁴³⁹.

437 Parágrafo 166 do Ofício Interno nº 14/2024/CVM/SMI/GMA-2, de 10 de novembro de 2024.

438 Processo Administrativo CVM SEI nº 19957.011117/2024-23, de relatoria da SMI, e julgado pelo Colegiado em 28 de janeiro de 2025.

439 “A BEE4 faz uso da tecnologia “blockchain” para a realização do depósito e retirada dos valores mobiliários e para a alocação dos valores mobiliários aos respectivos titulares. Os serviços de depositária central estão baseados em uma “rede permissionada DLT” que é utilizada para a criação do “smart contract” representativo de um valor mobiliário, “mint” ou tokenização ou adição de tokens para determinado valor mobiliário, distribuição de tokens para os investidores em suas “wallets” ou contas, e o “burn” ou destokenização ou exclusão do token de determinado investidor.” Parágrafo 37 do Ofício Interno nº 2/2025/CVM/SMI/GMA-2, de 14 de janeiro de 2025.

À vista do papel essencial que as depositárias centrais possuem na infraestrutura do mercado, a BEE4, protocolou o pedido a fim de complementar e apurar as sinergias que a depositária teria com seu ambiente de negociação. Inicialmente, o pedido abrange o depósito de: (i) notas comerciais; (ii) debêntures; e (iii) ações. O Colegiado concedeu a autorização com eficácia condicionada à implementação satisfatória de sistemas, requisito atendido pela BEE4, que teve autorização definitiva como depositária central em 28 de agosto de 2025⁴⁴⁰.

Vale notar que o modelo de negócios da BEE4, que envolve o uso de tecnologias de DLT nas estruturas de mercado financeiro tradicional, pode servir de *benchmark* para a observação do uso de tecnologias de *blockchain* na implementação de sistemas, salvaguardas e mecanismos exigidos pela CVM.

7. CONCLUSÃO

A atividade de depósito centralizado vive uma fase de transição no Brasil. A entrada de novos concorrentes tem potencial para gerar ganhos relevantes de eficiência, inovação e redução de custos.

Para isso, no entanto, deve vir acompanhada das salvaguardas necessárias à preservação da segurança e da liquidez do sistema. Tamanha segurança é crucial, afinal, dada a função estratégica do depósito centralizado na liquidação das operações. É o que evidencia o impacto do surgimento das depositárias centrais na evolução dos mercados de capitais mundo à fora – literalmente, um “antes” e um “depois” do surgimento desses *players*.

Em resumo, sem depositárias confiáveis, a complexa engrenagem do mercado secundário fica comprometida. A experiência internacional – em especial, a europeia – demonstra que

440 Vide o informativo da Reunião nº 31 do Colegiado, de 26 de agosto de 2025.

a coexistência de múltiplas depositárias é viável, desde que sustentada por interoperabilidade, governança e supervisão⁴⁴¹.

Nesse sentido, a análise acima aponta para alguns requisitos mínimos que viabilizam a atuação simultânea de diferentes depositárias centrais, como (i) mecanismos de interoperabilidade, incluindo padrões mínimos para compatibilidade tecnológica; (ii) normas de acesso não discriminatório entre bolsas, clearings e depositárias; (iii) regras sobre conflitos de interesse, sobretudo considerando a integração vertical entre depositárias e bolsas; (iv) acordos para a coordenação supervisória entre as próprias depositárias; (v) requisitos para o licenciamento das depositárias, com avaliações sobre a capacidade tecnológica, financeira e operacional dos players; (vi) regras uniformes para as diferentes depositárias, como o prazos de liquidação (D+2/D+0) e as normas de reconciliação; entre outras.

Com base nisso, resta ao Brasil identificar o ponto de convergência entre inovação, segurança e concorrência, ajustando o modelo internacional às suas próprias características e ao avanço das novas tecnologias, como as DLTs.

Se tiver sucesso nisso, o resultado será a ampliação do acesso de investidores ao mercado de capitais e, por conseguinte, a redução do custo de capital das companhias emissoras – o que contribui, em última instância, para o desenvolvimento econômico do País.

441 Neste sentido: *“Instead of realizing efficiencies through the creation of a single CSD, existing CSDs may link to increase the scope of securities they are able to settle. [...] A link is typically more cost efficient than the market participant becoming a member in multiple CSDs. [...] Another way of linking CSDs is through the adoption of the same technology. Using a shared technology platform (hardware and software) would reduce the required capital to service all securities markets with modern CSD systems, reduce the operating costs, and therefore accommodate lower fees.”* Fundo Monetário Internacional (FMI). **How to Organize Central Securities Depositories in Developing Markets – Key Considerations**. 2019, p 9. Disponível em: <<https://www.imf.org/-/media/files/publications/howtonotes/howtonote1901.pdf>>. Acesso em 17 de janeiro de 2026.

BIBLIOGRAFIA

ANBIMA. **A contribuição do mercado de capitais para o desenvolvimento econômico.** [S. l.]: ANBIMA, 2025. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/data/files/8E/B4/5C/C7/F26C7910C05C4A79B82BA2A8/A%20contribui%C3%A7%C3%A3o%20do%20mercado%20de%20capitais%20para%20o%20desenvolvimento%20econ%C3%B4mico.pdf>

B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão. **Balanco de operações para o ano de 2014 publicado pela BM&F.** Disponível em: <https://www.b3.com.br/data/files/AD/B6/0B/18/13111510FE0C840592D828A8/BMFBOVESPA-Balanco-de-Operacoes-2014.pdf>. Acesso em: 13 jul. 2025.

B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão. **Desafios e recomendações para o D+1.** Ago. 2024. Disponível em: https://clientes.b3.com.br/c/document_library/get_file?groupId=20119&uuid=97c68ffb-6edb-9ac0-06da-484ae322f24b. Acesso em: 13 jul. 2025.

B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão. **Manual de Normas dos Subsistemas.** Disponível em: <https://www.b3.com.br>. Acesso em: 13 jul. 2025.

B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão. **MPO da Central Depositária de Renda Variável.** Disponível em: <https://www.b3.com.br>. Acesso em: 13 jul. 2025.

B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão. **Regulamento da Central Depositária de Renda Variável da B3.** Disponível em: <https://www.b3.com.br>. Acesso em: 13 jul. 2025.

B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão. **Regulamento do Balcão B3.** Disponível em: <https://www.b3.com.br>. Acesso em: 13 jul. 2025.

BENJAMIN, Joanna; MONTAGU, Gerald; YATES, Madeleine. **The law of global custody.** 2. ed. London: Butterworths, 2003.

BERWANGER, Antonio Carlos. **Tokenização de valores mobiliários: a digitalização em redes de blockchain como alternativa à emissão e à cadeia de pós-negociação tradicional em mercados organizados de valores mobiliários**. 2025. Dissertação (Mestrado) – Escola de Direito do Rio de Janeiro, Fundação Getulio Vargas, Rio de Janeiro, 2025.

BRASIL. Exposição de Motivos da Medida Provisória nº 775, de 2017. Brasília, DF, 2017.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as sociedades por ações. **Diário Oficial da União**. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404compilado.htm. Acesso em: 12 nov. 2025.

CADE – Conselho Administrativo de Defesa Econômica. **Acordo em Controle de Concentrações**. Disponível em: https://sei.cade.gov.br/sei/modulos/pesquisa/md_pesq_documento_consulta_externa.php?DZ2uWeaYicbuRZEFhBt-n3BfPLlu9u7akQA8mpB9yPum9D5BWJODce18oMd9-ynpdZzjBoGT0je96sYa1sn-cL7WVIprn4BpcwOfWHkGIFkCAdy5IP1Gsf0gsHI1C9H. Acesso em: 12 nov. 2025.

CAMINHA, Lucas; COELHO, Gustavo Flausino. **Captação de recursos por start-ups**. 2. ed. São Paulo: Almedina, 2023.

CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. **A nova lei das S/A**. São Paulo: Saraiva, 2002.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Edital de Audiência Pública SDM nº 06/2013**, de 26 ago. 2013: proposta de regras sobre depósito centralizado, custódia e escrituração de valores mobiliários. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2013/sdm0613-edital.pdf. Acesso em: 15 jul. 2025.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Informativo da Reunião nº 31 do Colegiado**, 26 ago. 2025. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/informativos_colegiado/anexos/2025/Informativo31_RC26082025.pdf. Acesso em: 15 jul. 2025.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Instrução CVM nº 541, de 20 dez. 2013: dispõe sobre a prestação de serviços de depósito centralizado de valores mobiliários. **Diário Oficial da União**. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst541.pdf>. Acesso em: 15 jul. 2025.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Memorando nº 44/2020-CVM/SMI**, 2 dez. 2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Nova regra de crowdfunding de investimento, ajustes em anexos da Resolução 175 e Projeto 135 Light integram Agenda Regulatória 2026 da CVM**. 10 dez. 2025. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/2025/nova-regra-de-crowdfunding-de-investimento-ajustes-em-anexos-da-resolucao-175-e-projeto-135-light-integram-agenda-regulatoria-2026-da-cvm>.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Ofício Interno nº 14/2024-CVM/SMI/GMA-2**, 10 nov. 2024.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Ofício Interno nº 2/2025-CVM/SMI/GMA-2**, 14 jan. 2025.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Processo Administrativo nº 19957.001686/2017-31.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Processo Administrativo nº 19957.012349/2022-37.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Processo Administrativo SEI nº 19957.004945/2019-48.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Processo Administrativo SEI nº 19957.008829/2020-31.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Processo Administrativo SEI nº 19957.011117/2024-23.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Processo Administrativo SEI nº 19957.015727/2022-34.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Resolução CVM nº 135, de 10 jun. 2022: regulamenta o funcionamento dos mercados organizados de valores mobiliários e das entidades administradoras de mercado organizado. **Diário Oficial da União**. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/anexos/100/resol135consolid.pdf>. Acesso em: 15 jul. 2025.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Resolução CVM nº 31, de 19 mai. 2021: dispõe sobre a prestação de serviços de depósito centralizado de valores mobiliários. **Diário Oficial da União**. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol031.html>. Acesso em: 15 jul. 2025.

COMPARATO, Fábio Konder. **Direito empresarial**: estudos e pareceres. São Paulo: Saraiva, 1990.

COPOLA, Marina Palma. **Regime da informação no mercado de valores mobiliários**: função da informação no mercado de valores mobiliários brasileiros. 2013. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.

COSTA, Rafael Viana de Figueiredo. **O novo mercado de capitais crypto**: estratégias regulatórias para a transformação digital na oferta, negociação, liquidação e custódia de valores mobiliários. 2023.

Dissertação (Mestrado em Direito da Regulação) – Escola de Direito do Rio de Janeiro da Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2023. p. 127-128.

DEMARCO, André Eduardo. **As bolsas de valores face ao desafio da desmutualização no contexto de internacionalização dos mercados regulamentados**. 2008. Dissertação (Mestrado em Direito) – IBMEC, São Paulo, 2008.

DEPOSITORY TRUST & CLEARING CORPORATION (DTCC). **Annual report 2024**. [S. l.]: DTCC, 2024. Disponível em: <https://www.dtcc.com/annuals/2024/files/DTCC-Annual-Report-2024-Print.pdf>. Acesso em 17 jul. 2026.

DIRECTORATE-GENERAL FOR FINANCIAL STABILITY; FINANCIAL SERVICES AND CAPITAL MARKETS UNION; EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY; EUROPEAN CENTRAL BANK. **Shortening the standard securities settlement cycle in the European Union: next steps**. Bruxelas, 15 out. 2024. Disponível em: https://finance.ec.europa.eu/news/shortening-standard-securities-settlement-cycle-european-union-next-steps-2024-10-15_en. Acesso em: 15 jul. 2025.

DTCC. **The Depository Trust Company (DTC)**. [S. l.]: DTCC, [s. d.]. Disponível em: <https://www.dtcc.com/about/businesses-and-subsidiaries/dtc>. Acesso em: 15 jul. 2025.

EIZIRIK, Nelson. **O papel do Estado na regulação do mercado de capitais**. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de capitais: regime jurídico**. 4. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

EUROPEAN COMMISSION. **Central securities depositories (CSDs)**. [S. l.]: European Commission, [s. d.]. Disponível em: <https://finance>.

ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/financial-markets/post-trade-services/central-securities-depositories-csds_en. Acesso em: 10 jul. 2025.

EUROPEAN COMMISSION. **Report from the Commission to the European Parliament and the Council under Article 75 of Regulation (EU) No 909/2014 of the European Parliament and of the Council of 23 July 2014 on improving securities settlement in the European Union and on central securities depositories and amending Directives 98/26/EC and 2014/65/EU and Regulation (EU) No 236/2012.** Brussels: European Commission, 1 jul. 2021. Disponível em: https://ec.europa.eu/finance/docs/policy/210701-csdr-report_en.pdf. Acesso em: 10 jul. 2025.

EUROPEAN PARLIAMENT; COUNCIL OF THE EUROPEAN UNION. Regulation (EU) No 909/2014 of the European Parliament and of the Council of 23 July 2014 on improving securities settlement in the European Union and on central securities depositories and amending Directives 98/26/EC and 2014/65/EU and Regulation (EU) No 236/2012. **Official Journal of the European Union**, Brussels, 28 ago. 2014. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2014/909/oj/eng>. Acesso em: 10 jul. 2025.

EUROPEAN PARLIAMENT; COUNCIL OF THE EUROPEAN UNION. Regulation (EU) 2023/2845 of the European Parliament and of the Council of 13 December 2023 amending Regulation (EU) No 909/2014 as regards settlement discipline, cross-border provision of services, supervisory cooperation, provision of banking-type ancillary services and requirements for third-country central securities depositories and amending Regulation (EU) No 236/2012. **Official Journal of the European Union**, Brussels, 27 dez. 2023. Disponível em: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=OJ%3AL_202302845. Acesso em: 10 jul. 2025.

FATO RELEVANTE CONJUNTO DE 08 DE ABRIL DE 2016. Disponível em: <https://www.rad.cvm.gov.br/ENET/frmDownloadDocumento.aspx?Te1>. Acesso em: 15 jul. 2025.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. **How To Organize Central Securities Depositories in Developing Markets** – Key Considerations. 2019. Disponível em: <https://www.imf.org/-/media/files/publications/howtonotes/howtonote1901.pdf>. Acesso em 17 jan. 2026.

HARRIS, Larry. **Trading and exchanges: market microstructure for practitioners**. New York: Oxford University Press, 2003.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (IOSCO). **Report of the SRO Consultative Committee**. May 2000. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD110.pdf>. Acesso em: 15 jul. 2025.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Estudos e pareceres sobre sociedades anônimas**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1989.

LOBO, Henrique Fratta. **Os deveres dos intermediários no mercado secundário de valores mobiliários**. 2021. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2021.

NATIONAL ASSOCIATION OF BOND LAWYERS. **Demystifying DTC: the Depository Trust Company and the municipal bond market**. Washington, 2017. Disponível em: <https://www.nabl.org/wp-content/uploads/2023/02/20170331-NABL-Demystifying-DTC.pdf>. Acesso em: 15 jul. 2025.

NORMAN, Peter. **Plumbers and visionaries: securities settlement and Europe's financial market**. London: John Wiley & Sons, 2007.

PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Criação do mercado primário de ações:** uma reforma institucional e cultural. *Jornal do Brasil*, 31 ago. 1975.

PENTEADO, Mauro Rodrigues. Disciplina legal das ações escriturais em Portugal. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, v. 29, n. 79, jan./mar. 1990.

PEREIRA FILHO, Vicente de Carvalho Tavares. **Títulos e valores mobiliários escriturais:** aspectos decorrentes de sua internacionalização. 2012. Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012.

ROBERT, Bruce. *In*: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coords.). **Comentários à lei de mercado de capitais.** São Paulo: Quartier Latin, 2015.

VERSIANI, Fernanda Valle. A tecnologia blockchain no mercado de valores mobiliários: é possível usá-la para aprimorar os processos de negociação e pós-negociação nos mercados organizados? *In*: PARENTONI, Leonardo; MILAGRES, Marcelo de Oliveira; VON DE GRAAF, Jeroen (coord.); MOREIRA, Arthur Salles de Paula; CHAGAS, Ciro Costa; SANTANA, Mariana Damiani (org.). **Direito, tecnologia e inovação – v. III:** aplicações jurídicas de blockchain. Belo Horizonte: Expert, 2021.

WALD, Arnaldo. O regime jurídico das ações escriturais. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, n. 67, jul./set. 1987.

WELLISCH, Julya Sotto Mayor. **Mercado de capitais:** fundamentos e desafios. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

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 de 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 noutro 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.