REVISTA SEMESTRAL DE DIREITO EMPRESARIAL

Nº 38

Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho
da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro

Rio de Janeiro
Janeiro / Junho de 2026

REVISTA SEMESTRAL DE DIREITO EMPRESARIAL

Nº 38 Janeiro/Junho de 2026

Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro

EDITORES: Sérgio Campinho (Graduação, UERJ, Brasil) e Mauricio Moreira Menezes (Doutor, UERJ, Brasil).

CONSELHO EDITORIAL: Alexandre Ferreira de Assumpção Alves (Doutor, UERJ, Brasil), Ana Frazão (Doutora, UNB, Brasil), António José Avelãs Nunes (Doutor, Universidade de Coimbra, Portugal), Carmen Tiburcio (Doutora, UERJ, Brasil), Fábio Ulhoa Coelho (Doutor, PUC-SP, Brasil), Jean E. Kalicki (Doutor, Georgetown University Law School, Estados Unidos), John H. Rooney Jr. (Doutor, University of Miami Law School, Estados Unidos), Jorge Manuel Coutinho de Abreu (Doutor, Universidade de Coimbra, Portugal), Luiz Edson Fachin (Doutor, UFPR, Brasil), Marie-Hélène Monsèrié-Bom (Doutora, Université Paris 2 Panthéon-Assas, França), Paulo Fernando Campos Salles de Toledo (Doutor, USP, Brasil), Peter-Christian Müller-Graff (Doutor, Ruprecht-Karls Universität Heidelberg, Alemanha) e Werner Ebke (Doutor, Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg, Alemanha).

CONSELHO EXECUTIVO: Carlos Martins Neto (Doutor, UERJ, Brasil) e Mariana Pinto (Doutora, UERJ, Brasil) - Coordenadores. Daniela da Costa Fernandes (Mestrado em Andamento, UERJ, Brasil) Guilherme Vinseiro Martins (Doutor, UFMG, Brasil), Leonardo da Silva Sant'Anna (Doutor, FIOCRUZ, Brasil), Livia Ximenes Damasceno (Mestre, Centro Universitário Christus, Brasil), Mariana Campinho (Mestre, Columbia Law School, Estados Unidos), Mariana Pereira (Pós-graduada, UERJ, Brasil), Mauro Teixeira de Faria (Doutor, UERJ, Brasil), e Rodrigo Cavalcante Moreira (Mestre, UERJ, Brasil).

PARECERISTAS DESTE NÚMERO: Carlos Eduardo Koller (Doutor, PUC-PR, Brasil), Karlo Fonseca Tinoco (Doutor, Université de Strasbourg, França), Erika Ferraz (Mestre, USP, Brasil), Caroline da Rosa Pinheiro (Doutora, IFRJ, Brasil), Tatiana Alves (Doutora, UERJ, Brasil), Felipe Albuquerque (Doutor, UERJ, Brasil), Jacques Labrunie (Doutor, PUC-SP, Brasil), Raphaela Magnino Rosa Portilho (Doutora, UERJ, Brasil), Thalita Almeida (Doutora, UERJ, Brasil), Vitor Willcox (Doutor, UERJ, Brasil), Vitoria Neffa (Mestre, USP, Brasil), Carolina Uzeda (Doutora, UFBA, Brasil) e Gisele Welsch (Doutora, IDP-PR, Brasil).

Contato: Av. Rio Branco, nº 151, grupo 801, Centro – Rio de Janeiro-RJ. CEP: 20.040-006. E-mail: rsde@rsde.com.br ou conselho.executivo@rsde.com.br. Telefone (21) 3479-6100.

PATROCINADORES:

CAMPINHO ADVOGADOS

moreira menezes, martins ADVOGADOS

ISSN 1983-5264

CIP-Brasil. Catalogação-na-fonte
Sindicato Nacional dos Editores de Livros, RJ.

Revista semestral de direito empresarial. — nº 38 (janeiro/junho 2026)
. — Rio de Janeiro: Renovar, 2007-.
v.

UERJ
Campinho Advogados
Moreira Menezes, Martins Advogados

Semestral
1. Direito — Periódicos brasileiros e estrangeiros.

94-1416. CDU — 236(104)



Obra Licenciada em Creative Commons
Atribuição - Uso Não Comercial - Compartilhamento
pela mesma Licença

Colaboraram neste número

Allef Querino
Professor assistente na Graduação e Mestrado na PUC-SP. Mestrando em Direito pela Pontifícia Universidade Católica- SP (Brasil). Graduado pelo Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais IBMEC/SP (Brasil). Advogado.
E-mail: allefquerino26@gmail.com

Carolina Flores Copetti Leite
Mestranda em Direito Privado junto ao Programa de Pós-Graduação em Direito da Universidade Federal do Rio Grande do Sul – UFRGS. Pós-Graduada em Direito dos Negócios pelo Programa de Pós-Graduação em Direito da Universidade Federal do Rio Grande do Sul – UFRGS. Graduada em Direito pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul – UFRGS. Advogada em Gerson Branco Advogados.
E-mail: carolinaleite@gersonbranco.com.br

Caroline Vallerini
Especialista em mercados de capitais pelo IBMEC/SP. Graduada em Administração de Empresas pela FMU e em Direito pela Universidade Paulista. Advogada.
E-mail: vallerinic@gmail.com

Clara Egydio Previdi de Barros
Bacharel em Direito pela PUC Campinas
E-mail: claraegydiopb@gmail.com

Daniela da Costa Fernandes
Mestranda em Direito Internacional pela Universidade do Estado do Rio de Janeiro. Advogada.
E-mail: daniela.fernandes@rna-law.com

Fabio Martins Bonilha Curi
Doutor em direito Comercial pela USP. Professor permanente do PPGD em Direito da FACAMP. Professor de Direito Comercial da PUC Campinas.
E-mail: fmbcuri@gmail.com

Fernanda Versiani
Professora da Universidade Federal de Minas Gerais. Doutora e Mestre em Direito Empresarial pela Universidade Federal de Minas Gerais.
E-mail: fernanda.versiani@gmail.com

Gabriel Braga dos Santos
Mestrando do Programa de Pós-Graduação em Direito da Universidade Federal Rural do Semiárido (UFERSA). Bacharel em Direito pela Universidade Federal Rural do Semiárido (UFERSA). Auditor Fiscal de Tributos Municipais.
E-mail: gabriel.santos80649@alunos.ufersa.edu.br

João Ricardo Tavares Oliveira
Mestre em Direito Comercial pela Faculdade de Direito da USP. LL.M em Direito Empresarial pela FGV/Rio. Advogado, sócio do escritório Buril, Tavares e Holanda Advogados.
E-mail: joao@bth.adv.br

Karlo Fonseca Tinoco
Professor Adjunto do Programa de Mestrado em Direito da Universidade Candido Mendes (2018–2023); Chargé d'enseignement nas Universidades de Strasbourg, Lorraine e Haute-Alsace (2013–2017); Doutor em Direito pela Université de Strasbourg (2014); LL.M. em Droit de la Propriété Intellectuelle pelo Centre d'Études Internationales de la Propriété Intellectuelle (CEIPI), Université de Strasbourg III (2007); Bacharel em Ciências Jurídicas e Sociais pela Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul – PUC-RS (2006); membro fundador da Association Francophone de la Propriété Intellectuelle (AFPI); ex-codiretor e atual revisor da Revue Francophone de la Propriété Intellectuelle.
E-mail: karlo.tinoco@rna-law.com

Laura Oliboni
Mestranda em Direito da Regulação na Fundação Getulio Vargas – FGV Direito Rio. Pesquisadora no Centro de Estudos Avançados sobre Regulação do Sistema Financeiro Nacional (NEASF/FGV Direito Rio). Research Intern no Cambridge Centre for Alternative Finance (CCAF), Universidade de Cambridge.
E-mail: laura.oliboni@hotmail.com

Marcelo Lauar Leite
Professor Adjunto da Universidade Federal Rural do Semiárido (UFERSA, Brasil). Doutor em Direito Empresarial pela Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra (FDUC, Portugal). Mestre e Bacharel em Direito pela Universidade Federal do Rio Grande do Norte (UFRN, Brasil). Investigador do Instituto Jurídico (FDUC). Investigador do Grupo de Pesquisa "*Empresa, Consumo y Derecho*" (*Universidad* da Corua, Espanha). Líder do Grupo de Pesquisa "Direito, Economia e Mercados" (DIREM/UFERSA). Editor-adjunto da Revista Jurídica da UFERSA. Foi *Visiting Researcher* na *Université* de Montréal (UdeM, Canadá). Advogado.
Email: marcelo.lauar@ufersa.edu.br

Pedro Castelar
Doutorando na FGV Direito Rio e Mestre (LL.M.) pela New York University School of Law. Advogado no Brasil e em Nova Iorque. Chefe de Gabinete da Presidência da Comissão de Valores Mobiliários - CVM (2022-2025). Professor convidado em cursos de Graduação e Pós-Graduação da FGV Direito Rio e do Ibmec.
E-mail: pedro.pinheiro.1@fgv.edu.br

Ramon Barbosa Baptistella
Aluno da Pós-Graduação Lato Sensu de Falência e Recuperação de Empresas da PUC-PR. Bacharel em Direito pela Universidade de São Paulo e Université Lumiere Lyon 2. Obteve o Foundation Certificate da Insol International na turma de 2022/2023. Membro do IBR e IWIRC Brazil. Advogado.
E-mail: rbaptistella@galdino.com.br

Rayana Manhães
Aluna no programa de Master II da Faculdade de Direito da Universi-

dade Jean Moulin, Lyon 3. Bacharela em Direito pela Universidade de São Paulo e pela Universidade Jean Monnet de Saint-Étienne. Advogada.

E-mail: rmanhaes@galdino.com.br

Roberta de Oliveira Barcia
Doutoranda pela Universidade de Salamanca (Espanha). Mestre em Direito Privado Patrimonial pela Universidade de Salamanca (Espanha). Procuradora do Estado do Rio de Janeiro.
E-mail: betabarcia@gmail.com

Roberto Rodrigues
LL.M. in Law, Science and Technology, from Stanford Law School.
E-mail: rob.rodrigues@rna-law.com

Rodrigo da Guia Silva
Professor Adjunto de Direito Civil da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (UERJ), com atuação permanente na Graduação e no Programa de Pós Graduação Stricto Sensu (Mestrado e Doutorado) em Direito. Doutor e mestre em Direito Civil pela UERJ. Pesquisador visitante do Max-Planck-Institut für ausländisches und internationales Privatrecht (Hamburgo, Alemanha). Advogado, árbitro e parecerista.
E-mail: rdaguia@galdino.com.br

Sumário

CAPTAÇÃO DE RECURSOS POR MEIO DE SOCIEDADES EM CONTA DE PARTICIPAÇÃO (SCPS): ANÁLISE A PARTIR DE CASOS JULGADOS PELA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS
Fernanda Versiani..... 1

PLANO DE RECUPERAÇÃO JUDICIAL E EXONERAÇÃO DE TERCEIROS GARANTIDORES OU COOBRIGADOS: UM BREVE PARALELO COM A CONTROVÉRSIA A RESPEITO DA NONCONSENSUAL THIRD-PARTY RELEASE DOS EUA
Rodrigo da Guia Silva, Ramon Barbosa Baptistella e Rayana Manhães..... 27

A RECUPERAÇÃO JUDICIAL, O DEVEDOR CONTUMAZ E A RELEITURA DO ART. 75 DA LEI FALIMENTAR
Roberta de Oliveira Barcia..... 79

O PL DA SUBCAPITALIZAÇÃO MATERIAL: NECESSIDADE E ADEQUAÇÃO
Gabriel Braga dos Santos e Marcelo Lauar Leite 105

RECOMPOSIÇÃO DO PRAZO DE VIGÊNCIA DE PATENTES À LUZ DO DIREITO COMPARADO
Karlo Fonseca Tinoco, Roberto Rodrigues e Daniela da Costa Fernandes.....143

HARD LAW E SOFT LAW NA REGULAÇÃO DA SUSTENTABILIDADE: COMPLEMENTARIDADE E TENSÃO ENTRE FONTES NORMATIVAS
Clara Egydio Previdi de Barros e Fábio Martins Bonilha Curi 189

O CONFLITO DE INTERESSES AUTO DECLARATÓRIO NA ASSEMBLEIA DE COTISTAS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO
João Ricardo Tavares Oliveira 219

ENTRE O ESTADO E O MERCADO: UM ESTUDO EMPÍRICO SOBRE O COMPORTAMENTO DECISÓRIO NO CRSFN
Pedro Castelar e Laura Oliboni 257

RETENÇÃO DE LUCROS PARA A REALIZAÇÃO DE PROJETO E INCOMPATIBILIDADE DA DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS COM A SITUAÇÃO FINANCEIRA DA SOCIEDADE: MECANISMOS DE LIMITAÇÃO AO EXERCÍCIO DO DIREITO AOS DIVIDENDOS NAS COMPANHIAS BRASILEIRAS
Carolina Flores Copetti Leite 287

A POSSIBILIDADE DA DISSOLUÇÃO PARCIAL NAS SOCIEDADES DE PESSOAS DE CAPITAL FECHADO
Allef Querino e Caroline Vallerini 315

CAPTAÇÃO DE RECURSOS POR MEIO DE SOCIEDADES EM CONTA DE PARTICIPAÇÃO (SCPS): ANÁLISE A PARTIR DE CASOS JULGADOS PELA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS[1]

FUNDRAISING THROUGH SILENT PARTNERSHIPS (SCPS): AN ANALYSIS BASED ON CASES ADJUDICATED BY THE BRAZILIAN SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION

Fernanda Versiani*

Resumo: O presente artigo examina a utilização de sociedades em conta de participação (SCPs) como instrumento de captação de recursos no Brasil e sua proximidade com os contratos de investimento coletivo (CICs), à luz da jurisprudência da Comissão de Valores Mobiliários. A partir dos contornos teóricos de SCPs e CICs, o artigo analisa os casos GPX, Objetiva, Serra Dourada, Apoema e Nobile, para sistematizar os critérios que a Autarquia tem empregado para requalificar determinadas SCPs como CICs sujeitos à sua regulação. Com base nessa análise, o artigo identifica as "zonas de risco" e potenciais "*safe harbors*", apontando limites que ampliam ou reduzem a probabilidade de incidência do regime aplicável às ofertas públicas de valores mobiliários. Dessa forma, a pesquisa contribui para a maior segurança e previsibilidade regulatória de operações envolvendo SCPs.

Palavras-chave: Sociedade em conta de participação. Captação de recursos. Comissão de Valores Mobiliários. Contrato de investimento coletivo.

---

1 Artigo recebido em: 30.03.2026 e aceito em: 23.05.2026.

O presente artigo decorre da palestra "Captação de recursos por meio de Sociedades em Conta de Participação (SCPs)", apresentada no painel "Sociedade em Conta de Participação: Questões Controvertidas", durante o XIII Congresso Brasileiro de Direito Comercial, em 2025.

* Professora da Universidade Federal de Minas Gerais. Doutora e Mestre em Direito Empresarial pela Universidade Federal de Minas Gerais. E-mail: fernanda.versiani@gmail.com.

Abstract: This article examines the use of silent partnerships as an instrument for fundraising in Brazil and its proximity to collective investment contracts (CICs), considering the case law of the Brazilian Securities and Exchange Commission (CVM). Building on the theoretical outlines of silent partnerships and CICs, the article analyzes the cases of GPX, Objetiva, Serra Dourada, Apoema, and Nobile, to systematize the criteria employed by the CVM to requalify certain silent partnerships as CICs subject to its regulations. Based on this analysis, the article identifies "risk zones" and potential "safe harbors," highlighting the boundaries that increase or reduce the likelihood of triggering the legal regime applicable to public offerings of securities. In doing so, the research contributes to greater legal certainty and regulatory predictability in operations involving SCPs.

Keywords: Silent partnership. Fundraising. Securities and Exchange Commission. Collective investment contract.

Sumário: Introdução. 1. As vantagens da captação de recursos por meio das sociedades em conta de participação. 2. Quando uma sociedade em conta de participação se torna um contrato de investimento coletivo? 2.1. Caso GPX. 2.2. Caso Objetiva. 2.3. Caso Apoema. 2.4. Caso Nobile. 2.5. Caso Serra Dourada. 3. Critérios para caracterização de CIC. 4. Zonas de risco e safe harbors. 5. Implicações práticas para estruturação de SCPS. Considerações finais. Anexo.

Introdução.

A simplicidade formal, a flexibilidade contratual e a confidencialidade da sociedade em conta de participação (SCP) fazem dela uma estrutura particularmente atraente para operações privadas de investimento.[2] No entanto, a utilização da SCP como veículo de cap-

2 Há diversas hipóteses de utilização da SCP, em diferentes setores econômicos, como construção civil, *pool* hoteleiro, aquisição de máquinas e equipamentos, agronegócio, capital de risco, comércio, *cross investment*, associação entre sociedade de advogados e advogado, associação à quota, licitações, recuperação judicial ou falência, contrato de investimento coletivo e *equity crowdfunding*. Cf. SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe. *Sociedade em conta de participação*. 2. ed. São Paulo: Almedina Brasil, 2023. p. 618-631.

tação de recursos pode, em determinadas circunstâncias, aproximar-se dos contornos jurídicos de um contrato de investimento coletivo (CIC), o qual atrai a incidência da regulação do mercado de capitais, sobretudo quando a utilização da SCP ultrapassa os limites da autonomia contratual e assume características atribuídas pela Lei 6.385/1976 aos CICs, sujeitos à supervisão da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).[3]

Com o intuito de compreender os contornos e limites regulatórios dessa utilização da SCP como mecanismo de captação, foi realizada uma pesquisa no site da CVM,[4] na seção de "processos sancionadores julgados", utilizando-se a palavra-chave "SCP", com filtro de "expressão exata" e data fim em 31/12/2025. O levantamento resultou em 27 processos administrativos sancionadores (PAS), dos quais foram selecionados para análise mais detalhada aqueles cujo julgamento ocorreu no ano de 2024.[5] A escolha por decisões recentes visou refletir a interpretação mais atualizada da Autarquia sobre a matéria e permitir a identificação de padrões decisórios, critérios normativos aplicáveis e eventuais zonas de ambiguidade.

Com base nesse levantamento empírico, o artigo estrutura-se em cinco seções, além desta introdução e das considerações finais. Inicialmente, apresenta as vantagens e as características estruturais da SCP que a tornam potencialmente atrativa como instrumento de captação. Em seguida, examina os pressupostos legais para a requalificação de uma SCP como CIC, conforme o artigo 2º, inciso IX, da Lei

---

3 BRASIL. *Lei nº 6.385,* de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm. Acesso em: 14 ago. 2025.

4 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processos Sancionadores Julgados*. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador.html. Acesso em: 05 ago. 2025.

5 O Anexo apresenta todos os PAS localizados conforme o critério de busca estabelecido para tal. Foi identificado apenas um PAS julgado em 2025. Contudo, a matéria analisada não guardou relação com o tema deste artigo, razão pela qual todos os processos considerados referem-se ao ano de 2024.

6.385/1976. A partir dessa base teórica, são analisados os casos julgados pela CVM em 2024 (GPX, Objetiva, Serra Dourada, Apoema e Nobile), com o objetivo de ilustrar como a Autarquia tem aplicado os critérios de caracterização de valores mobiliários em contextos concretos. A análise desses precedentes permitiu sistematizar os principais fatores observados pela CVM, tais como a existência de promessa de rentabilidade, a centralização da gestão no sócio ostensivo, o uso de publicidade massificada e a ausência de relação prévia entre os investidores e os proponentes da operação. Na sequência, o estudo identifica as chamadas "zonas de risco", nas quais a estrutura contratual da SCP tende a ser desvirtuada para fins de captação pública, bem como os "*safe harbors*" reconhecidos pela própria CVM, ou seja, parâmetros que, quando observados, afastam a incidência da regulação do mercado de capitais. Com base nessas observações, são apresentadas recomendações práticas para a estruturação de SCPs legítimas, juridicamente seguras e compatíveis com os limites da legislação vigente. Ao final, o artigo oferece uma reflexão sobre o papel da CVM na proteção do investidor e na preservação da integridade do mercado, sem prejuízo da liberdade contratual e da inovação jurídica nos negócios privados.

1. As vantagens da captação de recursos por meio das sociedades em conta de participação.

A SCP, disciplinada pelos artigos 991 a 996 do Código Civil brasileiro (CC), configura-se como uma sociedade desprovida de personalidade jurídica própria, estruturada a partir da relação entre um sócio ostensivo, que atua em nome próprio, e um ou mais sócios participantes, que contribuem com recursos e compartilham os resultados da atividade desenvolvida. Embora a SCP não tenha sido concebida como instrumento de captação de investimentos, certas características intrínsecas ao seu regime jurídico a tornam, em determinadas circunstâncias, um mecanismo atrativo para a mobilização de recursos financeiros, sobretudo em operações privadas e de escopo restrito.

Entre as principais vantagens da SCP nesse contexto, destaca-se sua menor burocracia formal[6]. Isso porque a ausência de exigência de registro na Junta Comercial confere simplicidade à sua constituição e operação. Esse atributo a diferencia das sociedades empresárias personificadas[7] e pode representar economia de tempo e custos operacionais, especialmente em estruturas destinadas a projetos específicos, de duração limitada ou com baixo nível de exposição pública.

Outro aspecto relevante é a flexibilidade contratual que caracteriza a SCP. O contrato social pode ser estruturado com ampla liberdade pelas partes, respeitados os limites legais e os princípios da boa-fé e da função social do contrato. Tal flexibilidade permite a adaptação da SCP a modelos de negócios variados, acomodando os interesses de investidores que desejam aportar recursos sem se envolver diretamente na gestão, ao lado de empreendedores que preferem manter o controle operacional das atividades.

A SCP proporciona, ainda, uma divisão clara de riscos e resultados entre os sócios. O sócio ostensivo assume os encargos da gestão e os riscos decorrentes da atuação externa, enquanto os sócios participantes limitam sua responsabilidade à integralização do capital pactuado[8]

Parágrafo único. Obriga-se perante terceiro tão-somente o sócio ostensivo; e, exclusivamente perante este, o sócio participante, nos termos do contrato social. Esse arranjo pode favorecer o alinhamento de interesses entre os agentes envolvidos, estimulando a cooperação e o compartilhamento de ganhos, sem comprometer, do ponto de vista jurídico, o patrimônio pessoal dos sócios participantes, o que é especialmente valorizado por investidores que buscam segurança patrimonial.

---

6 Art. 992, do CC. A constituição da sociedade em conta de participação independe de qualquer formalidade e pode provar-se por todos os meios de direito.

7 Destaca-se que o registro do ato constitutivo da SCP não confere a ela personalidade jurídica (Art. 993, do CC. O contrato social produz efeito somente entre os sócios, e a eventual inscrição de seu instrumento em qualquer registro não confere personalidade jurídica à sociedade).

8 Art. 991, do CC. Na sociedade em conta de participação, a atividade constitutiva do objeto social é exercida unicamente pelo sócio ostensivo, em seu nome individual e sob sua própria e exclusiva responsabilidade, participando os demais dos resultados correspondentes.

Ademais, a SCP confere discrição às operações, uma vez que a figura do sócio participante permanece oculta perante terceiros. Essa invisibilidade pode ser estratégica em situações que exigem confidencialidade comercial ou proteção de informações sensíveis, como no caso de investimentos em mercados altamente competitivos, reestruturações societárias ou parcerias que demandam reserva quanto à composição dos aportes.

Todas essas características — agilidade, liberdade contratual, partilha de riscos e confidencialidade — fazem da SCP um instrumento funcional para a estruturação de negócios que dependem de capital de terceiros, sem recorrer às formas tradicionais de financiamento ou à constituição de sociedades com maior rigidez formal. No entanto, justamente por essas qualidades, a SCP pode ser indevidamente empregada para simular estruturas de investimento coletivo ou mascarar operações que, na prática, equivalem à oferta pública de valores mobiliários, o que atrai a necessidade de vigilância por parte dos órgãos reguladores, em especial da CVM.

Assim, embora a SCP não seja concebida legalmente como veículo de captação de recursos, a SCP, quando utilizada de forma diligente e dentro dos limites legais, pode constituir uma alternativa legítima e eficiente de estruturação de investimentos privados, particularmente em ambientes que favorecem a customização contratual e a gestão centralizada das atividades. A análise de casos concretos julgados pela CVM permitirá compreender os contornos dessa utilização e os limites entre a inovação contratual legítima e a configuração de operações irregulares.

2. Quando uma sociedade em conta de participação se torna um contrato de investimento coletivo?

Embora a SCP seja, em regra, um contrato privado regido pelo Código Civil,[9] sua utilização em determinados arranjos de captação

9 É digna de nota a discussão doutrinária acerca da natureza jurídica da SCP. Embora a SCP

de recursos pode acarretar a requalificação jurídica da estrutura como um CIC, sujeito à regulamentação do mercado de capitais e à supervisão da CVM. Esse fenômeno ocorre quando os elementos fáticos e econômicos da operação se amoldam à definição de valor mobiliário prevista no inciso IX do artigo 2º da Lei 6.385/1976. Nos termos da referida norma, considera-se valor mobiliário "quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros", quando ofertados publicamente.

Essa definição contempla quatro elementos essenciais: (i) o aporte de recursos por investidores; (ii) a expectativa de remuneração, lucro ou ganho; (iii) a dependência do esforço de terceiros (gestores ou administradores) para a geração do retorno; e (iv) a independência quanto à forma contratual ou à denominação jurídica uti-

---

figure no título "Da sociedade", do Código Civil, há autores que rejeitam sua natureza societária, atribuindo ao instituto natureza contratual. É o caso, por exemplo, de Fábio Ulhoa Coelho, para quem as peculiaridades da SCP indicam ser mais apropriada a classificação como "uma espécie de contrato de investimento, chamado pela lei de 'sociedade'; e não como um tipo societário" (COELHO, Fábio Ulhoa. *Manual de Direito Comercial.* 34 ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2024. p. 166). No mesmo sentido, discorre Tulio Ascarelli: "A chamada sociedade ou associação em conta de participação constitui um contrato bilateral; de permuta ou escambo no amplo significado deste termo, adotado nestas páginas; dominus do negócio é, sempre, e necessariamente, o associante, que, somente ele, assume obrigações e adquire direitos para com os terceiros, ao passo que os associados são responsáveis somente perante o associante e têm direitos somente perante ele; não se cria uma nova organização, nem externa - essa é a diferença invocada com maior frequência -, nem interna; até quando o associante admite mais pessoas a participar dos seus negócios, isso tem lugar através de outros tantos contratos bilaterais distintos. Na sociedade, ao contrário, achamo-nos em presença de uma nova organização: nenhum dos sócios pode dizer-se, juridicamente, dominus do negócio; se a organização entra em relações com terceiros, é a todos os sócios, coletivamente, que se referem tais relações; se isso não acontece, as relações com terceiros são, individualmente, assumidas por cada sócio por sua conta" (ASCARELLI, Tulio. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado.* São Paulo: Quorum, 2008. p. 434-435). No entanto, conforme apontam Luis Felipe Spinelli e João Pedro Scalzilli, a posição majoritária defende a natureza societária da SCP (PITTA, André Grünspun; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. *Direito Societário e outros Temas de Direito Empresarial Aplicado.* São Paulo: Quartier Latin, 2021).

lizada[10]. Dessa forma, ainda que formalmente constituída como SCP, uma estrutura poderá ser considerada um CIC (e, portanto, um valor mobiliário) sempre que esses requisitos forem preenchidos.

Observar o preenchimento desses requisitos é importante, pois a configuração de um CIC atrai a incidência do regime protetivo da legislação do mercado de capitais, o que impõe obrigações específicas aos responsáveis pela oferta, como o registro perante a CVM ou o enquadramento em hipóteses de dispensa, nos termos da Lei 6.385/1976 e das resoluções aplicáveis. Todavia, essa análise nem sempre é realizada de modo simples, como é possível observar nos casos concretos julgados pela CVM.

Assim, este artigo propõe um estudo sistemático das decisões proferidas pela CVM em 2024, com o objetivo de identificar os elementos que têm levado à caracterização de determinadas SCPs como valores mobiliários, nos termos do art. 2º, inciso IX, da Lei 6.385/1976. A partir dessa investigação, busca-se compreender como a Autarquia tem interpretado e aplicado a legislação vigente, especialmente no que tange à identificação dos elementos característicos de um CIC, à prevalência do conteúdo econômico sobre a forma contratual e às consequências regulatórias decorrentes dessa requalificação.

Observa-se que a jurisprudência da CVM tem reiteradamente reconhecido essa possibilidade de superação da forma contratual escolhida pelas partes sempre que o conteúdo econômico da operação evidencie uma relação típica de captação pública de poupança popular com expectativa de retorno. Em tais hipóteses, a Autarquia tem imposto sanções administrativas significativas, como multas, ordens de cessação de oferta, inabilitação de administradores e até comunicação ao Ministério Público para apuração de eventuais crimes contra a economia popular ou contra o sistema financeiro nacional.[11]

---

10 MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos valores mobiliários*. v. 1, t. 1, São Paulo: FGV Editora, 2015.

11 Cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo CVM RJ2007/11.593,* data do julga-

Portanto, como se verá a seguir, a mera adoção da forma SCP não afasta, por si só, o enquadramento como CIC, sendo imprescindível que os agentes envolvidos avaliem o modelo de negócio à luz da regulação da CVM. A análise dos casos permitirá mapear os contornos dessa atuação fiscalizatória e os critérios utilizados pela Autarquia para distinguir usos legítimos da SCP de práticas que configuram ofertas públicas de valores mobiliários sem a devida observância das exigências legais.

2.1. Caso GPX (PAS CVM 19957.007114/2022-23).

A atuação da CVM no caso envolvendo a empresa GPX Participações Ltda. (GPX) oferece um exemplo paradigmático da requalificação de uma SCP como CIC. Trata-se do PAS CVM 19957.007114/202223, julgado em 2024, que envolveu a captação de recursos junto ao público por meio de uma estrutura formalmente descrita como SCP, mas cuja essência contratual e econômica foi considerada típica de um valor mobiliário.[12]

---

mento 15/01/2008, Rel. Diretor Marcos Barbosa Pinto. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0004/5730-0.pdf. Acesso em: 18 ago. 2025; COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM 19957.007994/2018-51*, data do julgamento: 09/06/2020, Rel. Diretor Relator Gustavo Gonzalez. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2020/20200609-PAS-19957.007994_2018_51.html. Acesso em: 18 ago. 2025; COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM 19957.008445/2016-32*, data do julgamento: 18/02/2020, Rel. Diretora Relatora Flávia Perlingeiro. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/anexos/2020/20200218_PAS_CVM_19957_008445_2016_32_voto_diretora_flavia_perlingeiro.pdf-2dd27ccd36f2499d9f34048b72924e13. Acesso em: 18 ago. 2025; COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM 19957.003593/2018-22*, data do julgamento: 29/01/2019, Rel. Diretor Relator Henrique Machado. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/anexos/2019/20190129_PAS_CVM_SEI_19957003593_2018_22_voto_diretor_henrique_machado.pdf-15ac01b954ed428cafdf98b24fb017ee. Acesso em: 18 ago. 2025.

12 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM*

A investigação teve início a partir da denúncia de um investidor que alegava ter realizado aportes em um "fundo" administrado pela GPX e enfrentado dificuldades no resgate de seus recursos. A oferta envolvia a participação em um empreendimento imobiliário denominado "Park Life", localizado em Limeira/SP. A GPX figurava como sócia ostensiva de uma SCP criada para a captação de recursos que seriam utilizados no referido projeto. No total, a operação arrecadou aproximadamente R$ 3.250.000,00, com promessa de retorno atrelado ao lucro líquido do empreendimento (5%) ou, alternativamente, à correção monetária de 9% ao ano, independentemente do resultado econômico do negócio.

Segundo apurado no PAS, o modelo de captação adotado apresentava claros elementos de padronização e publicidade. A oferta era amplamente divulgada no site institucional da GPX e contava com intermediação por agente autônomo de investimentos, o que ampliava seu alcance e tornava evidente sua natureza pública. Apesar de a empresa alegar que se tratava de uma captação restrita, voltada a um círculo fechado de investidores (*family & friends*), os fatos demonstraram que havia oferta dirigida ao público em geral, inclusive por meio de canais digitais e recomendação profissional.

A CVM entendeu que a estrutura se enquadrava nos parâmetros do artigo 2º, inciso IX, da Lei 6.385/1976, caracterizando um CIC. O voto do Diretor Relator, Daniel Maeda, destacou que estavam presentes os quatro elementos caracterizadores de um CIC: (i) a existência de aporte de recursos por investidores; (ii) a expectativa de remuneração futura, seja por participação nos lucros, seja por correção monetária; (iii) a centralidade do esforço de terceiros — no caso, a própria GPX — para a geração dos resultados; e (iv) a irrelevância da

---

19957.007114/2022-23, data do julgamento: 15/10/2024, Rel. Diretor Daniel Maeda Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2024/SEI_19957007114_2022_23.pdf. Acesso em: 05 ago. 2025.

forma contratual adotada, já que a SCP era utilizada apenas como invólucro jurídico para viabilizar a operação de captação.

Além disso, a CVM constatou que a oferta foi realizada sem registro e fora das hipóteses de dispensa previstas na regulamentação vigente. A Autarquia considerou que a prática constituía infração grave à legislação do mercado de capitais, especialmente em razão do caráter massivo da divulgação e da falsa aparência de legalidade conferida pela roupagem societária.

Como consequência, a CVM aplicou sanções relevantes aos responsáveis. A GPX foi multada em R$ 552.500,00, valor proporcional à gravidade da conduta e à extensão dos danos potenciais aos investidores. O administrador da empresa, Pedro Eduardo Ramiro Lopes, também foi responsabilizado e sancionado. Ainda, a CVM rejeitou a proposta de termo de compromisso apresentada pelos acusados, por considerá-la incapaz de reparar os prejuízos e de eliminar as irregularidades apontadas. O caso foi ainda encaminhado ao Ministério Público, diante da possível caracterização de crimes previstos na Lei 7.492/1986, especialmente a oferta pública irregular de valores mobiliários.

A análise do caso GPX evidencia que a utilização da SCP como meio de captação de recursos não isenta seus idealizadores da observância da regulação do mercado de capitais. Quando a SCP é estruturada de forma a viabilizar aportes com promessa de retorno vinculada ao esforço alheio e à administração de terceiros, está-se diante de um CIC, independentemente da forma jurídica escolhida. O entendimento da CVM reforça a tese da prevalência do conteúdo sobre a forma e demonstra a vigilância da Autarquia no combate a práticas que, embora formalmente travestidas de legalidade, desvirtuam os princípios que norteiam a proteção do investidor e a integridade do mercado.

2.2. Caso Objetiva (PAS CVM 19957.006440/2021-32).

O PAS CVM?19957.006440/202132, instaurado e julgado pela CVM em 2024, envolve a empresa Objetiva Soluções em Consórcios S/S Ltda. (Objetiva) e seus administradores, João Rodrigues Gimenez, Renan Calegari Moia e Maria José Frisco, por realização de oferta pública irregular de valores mobiliários, mediante contrato de SCP estruturado como CIC[13].

A apuração teve origem em 2019, com denúncia de que a Objetiva estaria captando recursos por meio da oferta de "cotas de consórcio" que prometiam rentabilidade de 1% ao mês, via contrato denominado “Termo de Adesão a Sociedade em Conta de Participação”, formalizado como SCP.

Entre abril de 2016 e abril de 2017, a empresa ofertou publicamente tais cotas, informando a investidores a expectativa de retorno e elaborando material de marketing voltado ao público em geral.

Com base nos elementos constantes dos autos, a CVM concluiu que estavam evidentes os quatro requisitos do art.?2º, inciso?IX, da Lei 6.385/1976: (i) aporte coletivo de recursos; (ii) expectativa de remuneração (juros remuneratórios de 1% ao mês); (iii) vínculo da rentabilidade ao esforço da Objetiva na atividade (compras e vendas de cotas de consórcio e exploração de site); e (iv) o caráter independente da denominação jurídica, uma vez que a SCP ocultava a operação típica de CIC.

A atuação da empresa foi classificada como oferta pública irregular de valores mobiliários, pois foi conduzida sem o registro na CVM ou enquadramento em hipótese de dispensa formal prevista

---

13 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM 19957.006440/2021-32*, data do julgamento: 13/08/2024, Rel. Presidente João Pedro Nascimento. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2024/SEI_19957006440_2021_32.pdf. Acesso em: 05 ago. 2025.

pela regulamentação (Lei 6.385/76 e Instrução CVM 400,[15] vigente à época dos fatos). A SCP foi, portanto, considerada mera fachada jurídica, e seu conteúdo econômico determinou o enquadramento como CIC.

Nesse contexto, a Autarquia atribuiu infração grave tanto à pessoa jurídica quanto aos administradores, com base no artigo 19 da Lei 6.385/76, e no artigo 2º da Instrução CVM 400, responsabilizando-os conforme artigo 59, inciso II, e artigo 56B da Instrução CVM 400. À Objetiva foi aplicada uma multa de R$?5.893.560,00, equivalente a 20% do total captado (R$ 34.668.000,00). Os administradores foram condenados individualmente ao pagamento de R$ 1.473.390,00 cada um. A proposta de termo de compromisso apresentada anteriormente foi rejeitada pela CVM, tanto pela Superintendência de Registro quanto pelo Comitê de Termo de Compromisso, diante da constatação da persistência da conduta irregular.

Este precedente reforça a interpretação da CVM de que a forma societária (no caso, a SCP) não exime a estrutura de captação coletiva de investidores da regulamentação aplicável aos valores mobiliários. A centralização do esforço no sócio ostensivo, o total descolamento do aporte financeiro por parte dos investidores, a promessa explícita de retorno mensurável e a captação por meio de oferta pública consolidam o entendimento de que a SCP se tornou, na prática, um CIC, sujeitando os envolvidos às sanções previstas na legislação do mercado de capitais.

2.3. Caso Apoema (PAS CVM 19957.006087/2020-18).

O PAS CVM 19957.006087/202018 envolveu a Apoema Incor-

---

15 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Instrução CVM 400*, de 29 de dezembro de 2003. Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, e revoga a Instrução CVM 13, de 30 de setembro de 1980, e a Instrução CVM 88, de 3 de novembro de 1988. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/400/inst400consolid2.pdf. Acesso em: 18 ago. 2025.

poradora Ltda. (Apoema) e seu sócio e administrador, Rodolfo Bueno Lycarião de Paula, a respeito de uma oferta pública vinculada a um empreendimento imobiliário estruturada sob a forma de SCP.[16]

A apuração partiu da denúncia de que a empresa estaria realizando captação coletiva de recursos sem registro ou dispensa junto à Autarquia, violando os dispositivos do artigo 19 da Lei 6.385/1976 e da Instrução CVM 602[17]. Segundo o denunciante, a oferta se dirigia ao público em geral, sendo amplamente divulgada por meio de redes sociais e intermediada por corretores, o que evidenciava seu caráter público e padronizado.

Apesar da formalização contratual como SCP, o conteúdo econômico da operação revelava características típicas de um CIC, uma vez que os investidores aportavam recursos para o empreendimento imobiliário com a expectativa de remuneração proporcional ao resultado do projeto.

Diante da análise dos fatos, dos documentos apresentados pela acusação e da inércia dos investigados, a Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (SER) da CVM e a Procuradoria Federal Especializada (PFE-CVM) concluíram pela existência de oferta pública irregular de valores mobiliários, uma vez que não houve o devido registro ou enquadramento em hipótese de dispensa legal. Identificaram-se infrações graves à legislação do mercado de capitais, justificando a instauração do processo sancionador.

Em resposta, os investigados propuseram a celebração de um Termo de Compromisso. Contudo, o Comitê de Termo de Compro-

---

16 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM 19957.006087/2020-18*, data do julgamento: 16/07/2024, Rel. Diretor João Accioly. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2024/SEI_19957006087_2020_18.pdf. Acesso em: 05 ago. 2025.

17 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Instrução CVM 602,* de 27 de agosto de 2018. Dispõe sobre a oferta pública de distribuição de contratos de investimento coletivo hoteleiro. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/600/inst602.pdf. Acesso em: 18 ago. 2025.

misso e o Colegiado da CVM consideraram a proposta insuficiente diante da gravidade da conduta, rejeitando o acordo e optando pelo prosseguimento da ação administrativa.

Surpreendentemente, ao final do processo, o Colegiado decidiu, por unanimidade, absolver a Apoema e seu administrador das acusações relacionadas à oferta pública irregular, acompanhando o voto do Diretor Relator. Essa decisão refletiu a avaliação de que, embora existissem indícios da prática irregular, eles não foram considerados suficientes para comprovar, de forma robusta, a materialidade e autoria da infração, especialmente diante do caráter limitado da oferta, que alcançou apenas trinta e quatro investidores.

O caso Apoema ilustra, assim, uma exceção relevante dentro do entendimento consolidado da CVM acerca da requalificação de SCPs como CICs. Demonstra que, apesar da primazia do conteúdo econômico sobre a forma jurídica na análise dessas operações, fatores como a robustez das provas, o comportamento dos envolvidos e a proporcionalidade da sanção podem influenciar decisivamente o desfecho do processo. Ressalta-se, no entanto, que tal decisão não afasta a necessidade de extrema cautela na estruturação de operações por meio de SCPs, especialmente quando envolvem captação pública, para garantir o atendimento rigoroso às normas do mercado de capitais e evitar riscos regulatórios.

2.4. Caso Nobile (PAS CVM 19957.006644/2020-92).

O PAS 19957.006644/2020-92, julgado em abril de 2024, envolveu a Nobile Gestão de Empreendimentos Ltda. (Nobile) e Roberto Maia Bertino, seu administrador. A investigação originou-se de denúncias de investidores do empreendimento Best Western Arpoador Fashion Hotel (operado pela Nobile SCP 003, cuja sócia ostensiva é a Nobile) em relação a irregularidades envolvendo informações financeiras do empreendimento.[18]

Em 2014, a CVM havia dispensado o empreendimento do re-

gistro de oferta, com base no MEMO/CVM/SRE/Nº 15/2014[19] e nos termos do artigo 4º da Instrução CVM 400. Anos depois, as denúncias de ausência de divulgação de informações financeiras no prazo correto e de sua devida auditoria levaram a CVM a analisar o Termo de Acusação lavrado pela SER em face da Nobile e de seu administrador por descumprimento do MEMO/CVM/SRE/Nº 15/2014.

A Nobile e seu administrador apresentaram proposta para celebração de termo de compromisso, mas ela foi rejeitada pela CVM em razão da gravidade dos fatos, da insignificância e desproporcionalidade do valor proposto frente a tal gravidade e de não ter sido cessada a prática em questão.

Da análise dos elementos trazidos nos autos, a CVM ressaltou ser dos acusados a responsabilidade da contratação de empresa de auditoria independente e registrada na Autarquia, o que não ocorreu no presente caso, visto que o auditor contratado não possuía tal registro. Dessa forma, a CVM concluiu pela condenação da Nobile e de seu administrador ao pagamento de multa de, respectivamente, R$ 85.000,00 e R$ 42.500,00.

Cabe destacar que embora figure entre os resultados do levantamento conforme metodologia descrita acima, o caso Nobile diverge dos demais casos analisados neste estudo, visto que seu ponto central não é a verificação da caracterização da SCP como CIC, mas o descumprimento de dispositivos do documento que fundamentou a dispensa de registro de oferta pública.

---

18 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM n. 19957.006644/2020-92,* data do julgamento: 30/04/2024, Rel. Diretor Daniel Maeda. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2024/SEI_19957006644_2020_92.pdf. Acesso em: 17 ago. 2025.

19 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *MEMO/CVM/SRE/Nº 15/2014*. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2014/9100-0.pdf. Acesso em: 17 ago. 2025.

2.5. Caso Serra Dourada (PAS CVM 19957.004989/2021-92).

O PAS CVM 19957.004989/2021-92 instaurado pela SRE em face da SPE Serra Dourada Empreendimentos Imobiliários Limitada (Serra Dourada) e de seu sócio e administrador, Alceu Dias Pinheiro Júnior, versou sobre a oferta pública irregular de CICs relativos ao empreendimento imobiliário SCP City Flamboyant, na qual a Serra Dourada figurava como sócia ostensiva.[20]

A apuração teve origem em denúncias de investidores quanto à alegada negociação de valores mobiliários sem devida autorização. Tais denúncias foram embasadas pelo material publicitário com proposta de investimento, registro de divulgação por corretores terceirizados e fotos de *outdoors* anunciando o empreendimento, que tinham como finalidade a captação de investidores.

A despeito da forma contratual de SCP, a CVM destacou que o exame dos elementos trazidos aos autos tornava incontroversa a existência de investimento, pois os materiais de divulgação evidenciavam que o negócio se baseava na transferência de recursos dos investidores à Serra Dourada. Os mesmos elementos dos autos indicavam o caráter público da oferta, que foi oferecida ampla e indistintamente a investidores.

Além disso, a análise da redação do instrumento contratual apresentado aos investidores, denominado "Termo de Adesão à Sociedade em Conta de Participação SCP City Flamboyant - Quota Parte", revelou a existência de dispositivos que previam o pagamento de taxas e comissões e a expectativa de remuneração pelo investimento realizado, o que também evidencia o caráter remuneratório do negócio.

---

20 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM n. 19957.004989/2021-92*, data do julgamento: 02/04/2024, Rel. Diretor Daniel Maeda. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2024/SEI_19957004989_2021_92.pdf. Acesso em: 17 ago. 2025.

Por meio da análise dos termos do referido contrato, a CVM destacou ainda que a remuneração dos investimentos decorria exclusivamente dos esforços da Serra Dourada, que além de ser encarregada pela administração da SCP, empregava os recursos dos investidores para consecução do empreendimento.

Nenhum dos acusados apresentou defesa no PAS em questão. Assim, diante da análise dos elementos trazidos nos autos, à luz dos critérios estabelecidos na jurisprudência da Autarquia, a CVM concluiu pela existência de oferta pública irregular de CIC, considerada infração grave, e a consequente condenação da Serra Dourada ao pagamento de multa de R$ 795.600,00 e de seu administrador à multa de R$ 216.750,00.

O caso Serra Dourada reforça o entendimento da CVM quanto à prevalência da realidade econômica subjacente do empreendimento, em detrimento da estrutura contratual formal adotada. O caso ilustra como a redação do instrumento contratual que embasa a relação com os "sócios" também constitui elemento probatório relevante, tal como os registros de divulgação ampla e ostensiva, para indicar o desvirtuamento da SCP para a captação de recursos, de modo a caracterizar oferta pública irregular de valores mobiliários.

3. Critérios para caracterização de CIC.

A análise dos precedentes sancionadores da CVM, exemplificados pelos casos GPX, Objetiva, Serra Dourada, Apoema e Nobile, evidencia a adoção de uma abordagem eminentemente casuística para a caracterização de uma SCP como CIC. Essa metodologia valoriza a avaliação concreta das circunstâncias e elementos fáticos presentes em cada operação, priorizando o conteúdo econômico e o efeito prático sobre os investidores em detrimento da mera forma jurídica adotada.

Nesse contexto, a CVM tem consolidado um conjunto de critérios indicativos que orientam sua análise, buscando identificar se a

SCP efetivamente opera como um instrumento de captação coletiva irregular e, portanto, sujeita às normas do mercado de capitais. Entre os principais elementos considerados destacam-se: (i) o número de investidores envolvidos; (ii) o grau de homogeneidade entre eles; e (iii) a existência (ou não) de relação prévia, aspectos que impactam diretamente na natureza pública ou restrita da oferta. Em regra, quanto maior o número e a ausência de vínculo pré-existente entre os participantes, maior a probabilidade de requalificação da operação como CIC.

Outro fator relevante é a presença de publicidade, marketing e esforços de divulgação padronizados, especialmente quando associados à intermediação profissional, que indicam oferta pública ou massiva, extrapolando a esfera das operações restritas. A CVM observa com atenção o uso de meios digitais, sites institucionais, redes sociais e agentes autônomos para promoção das operações, pois tais práticas potencializam o alcance e atraem investidores indiscriminadamente.[21]

Ainda, a padronização dos contratos, com cláusulas uniformes e pouco espaço para negociação individual, reforça a ideia de investimento coletivo e a aplicação do regime de valores mobiliários, em contraposição a contratos personalizados típicos das SCPs genuínas.

Por fim, a existência de promessas explícitas ou implícitas de rentabilidade, retorno garantido ou expectativa de lucro atrelada ao esforço do sócio ostensivo ou gestor configura elemento central para caracterizar o CIC, conforme previsto no inciso IX do artigo 2º da Lei 6.385/1976.

Esses critérios, combinados, orientam a atuação fiscalizatória da CVM e fundamentam a imposição de sanções administrativas em

---

21 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Parecer de Orientação CVM nº 32*, de 30 de setembro de 2005. Uso da Internet em ofertas de valores mobiliários e na intermediação de operações. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/pareceres-orientacao/anexos/pare032.pdf. Acesso em: 18 ago. 2025.

caso de descumprimento. Dessa forma, o exame integrado desses elementos permite distinguir operações legítimas realizadas por meio de SCPs, que mantêm caráter privado e personalizado, daquelas que, disfarçadas por essa forma societária, configuram efetiva oferta pública irregular de valores mobiliários. Assim, a compreensão desses parâmetros é essencial para que agentes econômicos, investidores e operadores do mercado possam estruturar negócios e avaliar riscos de forma segura e em conformidade com a regulação vigente.

4. Zonas de risco e *safe harbors*.

No contexto da captação de recursos por meio de SCP, é possível depreender "zonas de risco", que indicam maior probabilidade de requalificação da operação como CIC e, consequentemente, sujeição à regulação do mercado de capitais. Entre os principais fatores que compõem essas zonas de risco, destacam-se a promessa de retorno fixo ou garantido, que cria expectativa explícita de remuneração e configura importante indício da existência de valor mobiliário. Essa característica elimina a subjetividade do investimento e reforça o vínculo entre o aporte e a remuneração, um dos elementos essenciais para a configuração do CIC. Outro fator crítico é o uso de publicidade em redes sociais e outras plataformas digitais, que amplia o alcance da oferta de forma indiscriminada, extrapolando os limites das operações privadas e restritas, e revelando uma captação pública massificada. A captação por terceiros, especialmente por intermediários profissionais como agentes autônomos de investimentos, também constitui alerta regulatório, pois reforça a estrutura de distribuição típica dos contratos de investimento coletivo. Finalmente, a ausência de relação prévia entre os investidores e o ofertante indica falta de familiaridade e confiança pré-existente, característica que tende a descaracterizar operações consideradas restritas e, portanto, sujeitas a maior controle pela CVM.

Por outro lado, a Autarquia reconhece a existência de verdadeiros "*safe harbors*", isto é, condições e limites que, quando obser-

vados, podem afastar a configuração de CIC e reduzir o risco regulatório para as operações estruturadas via SCP. Entre esses parâmetros seguros, destaca-se o limite de até 35 investidores, número que demonstra um grupo restrito, de caráter privado e não massificado, reduzindo a necessidade de proteção típica do mercado de capitais.[22] Ademais, a existência de vínculo pessoal documentado entre os participantes reforça a natureza personalizada e não coletiva da operação, evidenciando que não se trata de oferta pública, mas de investimento realizado em ambiente de confiança e conhecimento mútuo. Adicionalmente, a captação individualizada, em que cada investidor negocia e concorda de forma específica com os termos do contrato, afasta a padronização típica das ofertas públicas e contribui para a manutenção da legitimidade da SCP. Por fim, a ausência de publicidade ou marketing direcionado ao público em geral restringe o alcance da operação, reforçando seu caráter privado e limitado.

A combinação desses fatores de risco e das condições dos *safe harbors* serve como guia fundamental para a estruturação das SCPs que buscam captar recursos, orientando gestores e investidores quanto aos limites permitidos pela regulamentação da CVM. Tal equilíbrio entre critérios de segurança e elementos de alerta é imprescindível para assegurar a conformidade legal das operações, preservar a proteção do investidor e evitar a imposição de sanções administrativas.

---

22 O número advém da *Rule* 506 estabelecida na *Regulation D* do *Securities Act* de 1933, regra editada pela *Securities and Exchange Commission* dos Estados Unidos da América que prevê um *"safe harbor"* para a exceção do § 4(a)(2) do referido ato, permitindo a realização de ofertas privadas de valores mobiliários sem necessidade de registro, desde que observados certos requisitos – entre eles, a vedação de solicitação pública ou publicidade e a limitação de até 35 investidores não qualificados. Referindo-se à regra em questão, a CVM ressalta que inexiste tal regra no cenário brasileiro e que o número exato não é determinante. Não obstante, o fato de o número de investidores ser reduzido pode, em conjunto com outros elementos, ser relevante indicativo da inocorrência de oferta pública. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM 19957.006087/2020-18*, data do julgamento: 16/07/2024, Rel. Diretor João Accioly, para. 36. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2024/SEI_19957006087_2020_18.pdf. Acesso em: 05 ago. 2025).

Assim, conhecer e respeitar essas zonas de risco e *safe harbors* é condição essencial para a governança eficiente e sustentável dos instrumentos de captação baseados em SCP no mercado brasileiro.

5. Implicações práticas para estruturação de SCPS.

A análise dos critérios regulatórios e da jurisprudência da CVM aponta para importantes recomendações práticas na estruturação de SCP que visam à captação de recursos. Em primeiro lugar, cumpre formalizar relações prévias entre os sócios participantes, garantindo que os investidores sejam pessoas conhecidas do sócio ostensivo, com vínculos documentados e estabelecidos antes da constituição da SCP. Essa prática contribui para afastar a caracterização de oferta pública e reforça a natureza privada da operação. Em segundo lugar, deve-se evitar qualquer forma de publicidade ou divulgação pública da oferta, incluindo o uso de redes sociais, sites institucionais ou outros meios digitais que possam ampliar o alcance da captação de modo indiscriminado. Como observado, a ausência de marketing e comunicação massificada reduz significativamente os riscos de requalificação da SCP como CIC pela CVM. Em terceiro lugar, é importante vedar o uso de sistemas de comissionamento em cascata ou estruturas semelhantes que envolvam intermediários remunerados por captação, prática que pode caracterizar distribuição pública de valores mobiliários e desencadear fiscalização e sanções regulatórias. Em quarto lugar, convém evitar prometer retornos fixos ou garantidos aos investidores, pois tais promessas configuram um forte indício de investimento coletivo e valor mobiliário, ampliando o risco regulatório e a possibilidade de enquadramento como CIC. Por fim, recomenda-se realizar uma avaliação prévia detalhada acerca da necessidade de registro da oferta ou da possibilidade de dispensa junto à CVM, em conformidade com a legislação e regulamentação aplicáveis. Essa análise preventiva é essencial para assegurar a conformidade da operação e mitigar riscos jurídicos e financeiros para todos os envolvidos.

Dessa forma, a observância dessas recomendações permite estruturar SCPs com maior segurança jurídica, preservando a confidencialidade e a flexibilidade inerentes a essa forma societária, sem incorrer nos riscos regulatórios associados à captação coletiva irregular.

Considerações finais.

A utilização da SCP como instrumento de captação de recursos evidencia a tensão permanente entre liberdade contratual e necessidade de regulação no mercado de capitais. Embora a SCP, por sua estrutura flexível e natureza privada, represente uma alternativa legítima para a organização de negócios e atração de aportes em contextos restritos, sua instrumentalização para fins de captação pública, com promessa de retorno vinculado ao esforço de terceiros, aproxima-se do conceito legal de CIC, atraindo a incidência do regime jurídico protetivo da Lei 6.385/1976.

A análise dos casos julgados pela CVM em 2024, especialmente os precedentes GPX, Objetiva, Serra Dourada, Apoema e Nobile, demonstra que a Autarquia tem adotado uma abordagem orientada pelo conteúdo econômico das operações, independentemente da forma jurídica adotada. Essa postura, fundamentada na proteção do investidor e na integridade do mercado, busca coibir práticas que, embora formalmente travestidas de legalidade, na substância operam como ofertas públicas não registradas de valores mobiliários. A jurisprudência administrativa recente consolida critérios que permitem distinguir usos legítimos da SCP de estruturas que configuram captação irregular, com destaque para elementos como a padronização dos contratos, a publicidade massiva, a ausência de vínculo prévio entre os envolvidos e a promessa de rentabilidade.

Ao mesmo tempo, a atuação da CVM não tem ignorado os limites de sua competência nem o espaço legítimo da autonomia privada. O reconhecimento, ainda que implícito, de certos "*safe har-*

bors" (como a captação restrita entre pessoas com vínculo prévio, a ausência de divulgação pública e a individualização dos contratos) indica a existência de zonas de segurança jurídica que preservam a liberdade negocial dos agentes econômicos. Em outras palavras, a CVM tem buscado equilibrar sua função regulatória com a preservação de um ambiente jurídico favorável à inovação contratual e ao desenvolvimento de mecanismos alternativos de financiamento privado.

Dessa forma, a análise empreendida neste artigo reforça a importância de uma atuação regulatória pautada pela racionalidade econômica e pela proporcionalidade, capaz de distinguir práticas abusivas de soluções jurídicas inovadoras. Ao lançar luz sobre os critérios efetivamente utilizados pela CVM, espera-se contribuir para a maior previsibilidade e segurança na estruturação de negócios via SCP, ao mesmo tempo em que se reafirma o papel essencial da regulação na proteção dos investidores e no fortalecimento institucional do mercado de capitais brasileiro.

ANEXO

	Processo Administrativo Sancionador (Em negrito estão os PAS analisados ao longo do artigo)
1	PAS CVM 19957.003685/2023-70, Data de julgamento: 15/04/2025, Rel. Diretor João Accioly[1]
2	**PAS CVM 19957.007114/2022-23, Data do julgamento: 15/10/2024, Rel. Diretor Daniel Maeda (Caso GPX)**
3	**PAS CVM 19957.006440/2021-32, Data do julgamento: 13/08/2024, Rel.: Presidente João Pedro Nascimento (Caso Objetiva)**
4	**PAS CVM 19957.006087/2020-18, Data do julgamento: 16/07/2024, Rel.: Diretor João Accioly (Caso Apoema)**
5	**PAS CVM 19957.006644/2020-92, Data do julgamento: 30/04/2024, Rel.: Diretor Daniel Maeda (Caso Nobile)**
6	**PAS CVM 19957.004989/2021-92, Data do julgamento: 02/04/2024, Rel.: Diretor Daniel Maeda (Caso Serra Dourada)**
7	PAS CVM 19957.009444/2019-58, Data do julgamento: 03/10/2023, Rel.: Diretor João Accioly
8	PASCVM 19957.007994/2018-51 (RJ2018/5377), Data do julgamento: 09/06/2020, Rel.: Diretor Gustavo Machado Gonzalez
9	PAS CVM 19957.012126/2022-70, Data do julgamento: 06/06/2023, Rel.: Presidente João Pedro Nascimento
10	PAS CVM 19957.010829/2022-63, Data do julgamento: 05/09/2023, Rel.: Presidente João Pedro Nascimento
11	PASCVM 19957.008371/2016-34 (RJ2016/8501), Data do julgamento: 20/12/2019, Rel.: Flávia Sant'Anna Perlingeiro
12	PASCVM 19957.4542/2017-37 (RJ2017/2236), Data do julgamento: 10/12/2019, Rel.: Flávia Sant'Anna Perlingeiro
13	PASCVM 19957.007937/2016-19 (RJ2016/8155), Data do julgamento: 10/12/2019, Rel.: Flávia Sant'Anna Perlingeiro
14	PASCVM 19957.007006/2017-93 (RJ2017/4214), Data do julgamento: 22/10/2019, Rel.: Carlos Alberto Rebello Sobrinho
15	PASCVM RJ2017/3090 (19957.006343/2017-63), Data do julgamento: 07/05/2019, Rel.: Carlos Alberto Rebello Sobrinho
16	PASCVM 19957.009556/2018-28 (RJ2018/7211), Data do julgamento: 18/02/2020, Rel.: Flávia Sant'Anna Perlingeiro
17	PASCVM RJ2016/8381 (SEI nº 19957.008445/2016-32), Data do julgamento: 18/02/2020, Rel.: Flávia Sant'Anna Perlingeiro
18	PASCVM 19957.002921/2017-92 (RJ2017/1530), Data do julgamento: 29/01/2019, Rel.: Gustavo Machado Gonzalez
19	PASCVM RJ2017/4412, Data do julgamento: 30/10/2018, Rel.: Pablo Renteria
20	PASCVM RJ2018/324, Data do julgamento: 30/10/2018, Rel.: Gustavo Machado Gonzalez
21	PASCVM 19957.006904/2017-24 (RJ2017/3455), Data do julgamento: 23/10/2018, Rel.: Marcelo Barbosa
22	PASCVM RJ2017/2225, Data de julgamento: 28/08/2018, Rel.: Gustavo Machado Gonzalez
23	PASCVM 19957.008081/2016-91 (RJ2016/8347), Data do julgamento: 07/08/2018, Rel.: Gustavo Machado Gonzalez
24	PASCVM RJ2014/6515, Data de julgamento: 15/12/2016, Rel.: Henrique Balduino Machado Moreira
25	PASCVM RJ2013/13355, Data de julgamento: 24/11/2016, Rel.: Henrique Balduino Machado Moreira
26	PASCVM RJ2015/1823, Data de julgamento: 02/08/2016, Rel.: Diretor Gustavo Borba
27	PASCVM RJ2014/5099, Data do julgamento: 15/03/2016, Rel.: Gustavo Borba

23 Este PAS não foi analisado ao longo do artigo, pois abordou um tema diverso, qual seja a apuração de suposta inobservância de normas contábeis na condução de processos de auditoria de demonstrações financeiras.

PLANO DE RECUPERAÇÃO JUDICIAL E EXONERAÇÃO DE TERCEIROS GARANTIDORES OU COOBRIGADOS: UM BREVE PARALELO COM A CONTROVÉRSIA A RESPEITO DA *NONCONSENSUAL THIRD-PARTY RELEASE* DOS EUA[1]

JUDICIAL REORGANIZATION PLANS AND THE RELEASE OF THIRD-PARTY GUARANTORS OR CO-OBLIGORS: A BRIEF PARALLEL WITH THE U.S. CONTROVERSY REGARDING NONCONSENSUAL THIRD-PARTY RELEASES

Rodrigo da Guia Silva*
Ramon Barbosa Baptistella**
Rayana Manhães****

Resumo: O presente artigo analisa os limites da supressão de garantias e da exoneração de coobrigados em planos de recuperação judicial no Brasil, estabelecendo um paralelo com o debate estadunidense acerca das *third-party releases*, especialmente após o julgamento do caso Purdue Pharma pela Suprema Corte dos Estados Uni-

---

1 Artigo recebido em: 08.05.2026 e aceito em 08.06.2026.

* Professor Adjunto de Direito Civil da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (UERJ), com atuação permanente na Graduação e no Programa de Pós-Graduação *Stricto Sensu* (Mestrado e Doutorado) em Direito. Doutor e mestre em Direito Civil pela UERJ. Pesquisador visitante do *Max-Planck-Institut für ausländisches und internationales Privatrecht* (Hamburgo, Alemanha). Advogado, árbitro e parecerista. E-mail: rdaguia@galdino.com.br

** Aluno da Pós-Graduação *Lato Sensu* de Falência e Recuperação de Empresas da PUC-PR. Bacharel em Direito pela Universidade de São Paulo e Université Lumiere Lyon 2. Obteve o Foundation Certificate da Insol International na turma de 2022/2023. Membro do IBR e IWIRC Brazil. Advogado. E-mail: rbaptistella@galdino.com.br

*** Aluna no programa de Master II da Faculdade de Direito da Universidade Jean Moulin, Lyon 3. Bacharela em Direito pela Universidade de São Paulo e pela Universidade Jean Monnet de Saint-Étienne. Advogada. E-mail: rmanhaes@galdino.com.br

dos da América. Inicialmente, examina-se o entendimento consolidado no direito brasileiro no sentido de que cláusulas de supressão de garantias reais ou fidejussórias não são oponíveis aos credores que não tenham manifestado anuência expressa à sua aprovação. A partir da jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça e de Tribunais estaduais, demonstra-se que a preservação das garantias constitui importante mecanismo de proteção aos credores e de segurança jurídica. Em seguida, o estudo aborda as tentativas de construção de soluções intermediárias na prática recuperacional, notadamente a suspensão condicional da exigibilidade das garantias durante o período de supervisão judicial, condicionada ao cumprimento do plano de recuperação judicial. Por fim, analisam-se o caso Purdue Pharma e os desdobramentos da vedação às *nonconsensual third-party releases* pela Suprema Corte norte-americana, bem como as discussões posteriores sobre o conceito de consentimento nas *consensual third-party releases*. Conclui-se que, apesar das diferenças estruturais entre os sistemas, a experiência estadunidense aproxima-se da brasileira ao exigir manifestação inequívoca do credor para que a exoneração de terceiros produza efeitos em seu desfavor.

Palavras-chave: Insolvência. Recuperação judicial. Garantias. Liberação de terceiros.

Abstract: This article analyzes the limits of guarantee suppression and the release of co-obligors in judicial reorganization plans in Brazil, drawing a parallel with the U.S. debate regarding third-party releases, especially following the United States Supreme Court's decision in the Purdue Pharma case. Initially, the article examines the consolidated understanding in Brazilian law that clauses providing for the suppression of real or personal guarantees are not enforceable against creditors who have not expressly consented to their approval. Based on the case law of the Superior Court of Justice and state courts, the study demonstrates that the preservation of guarantees constitutes an important mechanism for creditor protection and legal certainty. Next, the study addresses attempts to develop intermediate solutions within restructuring practice, particularly the conditional

suspension of the enforceability of guarantees during the period of judicial supervision, subject to compliance with the reorganization plan. Finally, the article analyzes the Purdue Pharma case and the consequences of the prohibition of nonconsensual third-party releases by the U.S. Supreme Court, as well as the subsequent discussions regarding the concept of consent in consensual third-party releases. The article concludes that, despite the structural differences between the two legal systems, the U.S. experience has moved closer to the Brazilian approach by requiring an unequivocal manifestation of creditor consent for the release of third parties to be effective against them.

Keywords: Insolvency. Judicial Reorganization. Guarantees. Third-Party Releases.

Sumário: Introdução. 1. Limites para a supressão das garantias reais e fidejussórias pelo plano de recuperação judicial. 2. Notas sobre a (im)possibilidade de imposição da suspensão condicional da exigibilidade das garantias. 3. Cotejo com a nonconsensual third-party release: o paradigmático julgamento do caso Purdue Pharma pela Suprema Corte dos Estados Unidos da América. Conclusão.

Introdução.

Não há de causar surpresa a constatação de que as relações econômicas formam teias que interligam os diversos agentes econômicos no mercado.[2] No contexto dessas imbricadas relações, merecem destaque, para os fins do presente estudo, a assunção de corres-

2 A propósito, v., por todos, FORGIONI, Paula A. *Contratos empresariais*: teoria geral e aplicação. 9. ed. São Paulo: RT, 2024. p. 23-25.

ponsabilidade e a constituição de garantias reais ou fidejussórias por sócios ou outras sociedades do grupo da sociedade devedora, com intuito de viabilizar a celebração de contratos mais vantajosos.[3]

O tema assume contornos particulares no contexto recuperacional, no qual coexistem regras que, à primeira vista, poderiam passar uma impressão de que estariam a sinalizar para caminhos distintos. De um lado, colocam-se regras como a suspensão das execuções ajuizadas contra o devedor a partir do deferimento do processamento da recuperação judicial (art. 6º, II, da Lei nº 11.101/2005)[4] e a novação decorrente do plano de recuperação judicial (art. 59 da Lei nº 11.101/2005).[5] De outro lado, tem-se a regra segundo a qual "[o]*s credores do devedor em recuperação judicial conservam seus direitos e*

---

3 Como ressalta Tatiana Marques Adoglio, "[q]uando o sócio garantidor assume a posição de coobrigado, o faz a favor da manutenção da atividade empresarial, que por sua vez beneficia todo o ecossistema econômico do país" (ADOGLIO, Tatiana Marques. Restrição à constrição de bens e a suspensão quanto aos coobrigados. *In*: SACRAMONE, Marcelo Barbosa; NUNES, Marcelo Guedes; DANTAS, Rodrigo D'Orio (Coord.). *Recuperação judicial e falência*: evidências empíricas. Indaiatuba: Foco, 2022. p. 111).

4 *In verbis*: "Art. 6º A decretação da falência ou o deferimento do processamento da recuperação judicial implica: (Redação dada pela Lei nº 14.112, de 2020) II - suspensão das execuções ajuizadas contra o devedor, inclusive daquelas dos credores particulares do sócio solidário, relativas a créditos ou obrigações sujeitos à recuperação judicial ou à falência; (Incluído pela Lei nº 14.112, de 2020) [...]". A propósito, leciona Marcelo Barbosa Sacramone: "Processada a recuperação judicial, serão suspensas as execuções e medidas de constrição em face do devedor. Também chamado de *stay period*, tem como objetivo suspender todas as execuções em face do devedor para que se possa incentivar uma solução coletiva pelos credores" (SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Recuperação judicial*: dos objetivos ao procedimento – incentivos regulatórios do sistema de insolvência brasileiro. São Paulo: SaraivaJur, 2024. item 2.6.2).

5 *In verbis*: "Art. 59. O plano de recuperação judicial implica novação dos créditos anteriores ao pedido, e obriga o devedor e todos os credores a ele sujeitos, sem prejuízo das garantias, observado o disposto no § 1º do art. 50 desta Lei. [...]". Sobre o tema, João Pedro Scalzilli, Luis Felipe Spinelli e Rodrigo Tellechea apontam que "as obrigações alcançadas pelo plano de recuperação judicial são novadas (LREF, art. 59) (sendo juridicamente extintas ao mesmo tempo em que originam, em seu lugar, um feixe de novas obrigações do devedor para com seus credores). Dessa maneira, os créditos sujeitos à recuperação judicial serão pagos conforme previsto no plano aprovado e homologado judicialmente" (SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. *Recuperação de empresas e falência*: teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. São Paulo: Almedina, 2023. p. 844).

privilégios contra os coobrigados, fiadores e obrigados de regresso" (art. 49, § 1º, da Lei nº 11.101/2005),[6] à qual se relaciona a regra, contida na disciplina dos meios de recuperação judicial, que preceitua que, "[n]*a alienação de bem objeto de garantia real, a supressão da garantia ou sua substituição somente serão admitidas mediante aprovação expressa do credor titular da respectiva garantia*" (art. 50, § 1º, da Lei nº 11.101/2005).[7]

Do cotejo entre tais previsões é possível extrair o reconheci-

---

6 Cássio Cavalli elucida que "[a] tradição legislativa brasileira quanto à preservação dos direitos dos credores contra coobrigados, fiadores e obrigados de regresso do devedor em concordata ou recuperação judicial segue a tradição consagrada no direito comparado e mantém notável continuidade desde o Código Comercial de 1850 até a LRF, ao prever que a concessão da moratória concordatária, da concordata ou da recuperação judicial não aproveita aos coobrigados, fiadores e obrigados de regresso do devedor principal" (CAVALLI, Cássio. *Comentários à Lei de Recuperação e Falência*. Tomo I: arts. 1º a 69. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2026. p. 468-469). Confira, ainda, lição de Sérgio Campinho: "O plano de recuperação judicial, enuncia o preceito [art. 59 da Lei nº 11.101/2005], 'implica novação dos créditos anteriores ao pedido, e obriga o devedor e todos os credores a ele sujeitos'. [...] Mas o preceito legal em análise manda preservar as garantias do crédito, que, desse modo, não ficam alteradas pela novação operada. Por isso é que não desonera os coobrigados com o devedor, nem os fiadores e os responsáveis pela via de regresso (§ 1º do art. 49), salvo se o credor beneficiário da garantia fidejussória concordar com a sua supressão, por se tratar de direito patrimonial e, assim, disponível. Da mesma forma, condiciona à expressa aprovação do credor a alienação de bem objeto de garantia real ou a substituição da garantia (§ 1º do art. 50)" (CAMPINHO, Sérgio. *Curso de direito comercial*: falência e recuperação de empresa. 16. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2026. p. 172). Nesse contexto, assevera-se que "os terceiros garantidores e coobrigados, como avalistas, fiadores etc, não são beneficiados pela recuperação judicial do devedor principal e não são atingidos pela novação ocasionada pelo plano de recuperação judicial" (BIOLCHI, Juliana; PERALTA, Maria Fernanda; MEYKNECHT, Milena. Art. 49 [Verbete]. In: BONTEMPO, Joana Gomes Baptista; SANT'ANA, Maria Fabiana Seoane Dominguez; OSNA, Mayara Roth Isfer (Coord.). *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência*. Indaiatuba: Foco, 2022. p. 262).

7 Em análise do dispositivo, Fábio Ulhoa Coelho relata que, "[a]o interpretar o § 1º do art. 50 da LF na apreciação do Agravo de Instrumento n. 544.039-4/0-00, o TJSP destacou que a anuência (para a supressão ou substituição da garantia real incidente sobre bem do devedor cuja alienação é apontada como medida de recuperação judicial) ali exigida é apenas do credor especificamente beneficiado pelo gravame. Os demais credores da sociedade empresária em recuperação, que não sejam titulares da garantia que grava o bem a alienar, não precisam concordar ou discordar" (COELHO, Fábio Ulhoa. *Comentários à Lei de Falências e de Recuperação de Empresas*. 17. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2026. p. 209).

mento da ausência, *prima facie*, de impacto automático ou impositivo da recuperação judicial da devedora sobre a posição jurídica dos terceiros garantidores ou coobrigados em geral.[8] Isso se manifesta, por exemplo, tanto na encontradiça afirmação (pautada no referido art. 59 da Lei nº 11.101/2005) de que a novação operada pelo plano homologado não se estende aos garantidores ou coobrigados[9] quan-

---

8 "Na LREF, a despeito de a concessão da recuperação judicial implicar novação dos créditos, ela é *sui generis*. Ela ocorre sem prejuízo das garantias, nem alteração das obrigações em face dos devedores solidários e coobrigados. Nos termos do art. 49, § 1º, ainda que ocorra a novação do crédito, os credores conservam seus direitos e privilégios contra os coobrigados, fiadores e obrigados em regresso. Pelo dispositivo legal, a execução contra esses coobrigados nem sequer é suspensa pela distribuição da recuperação judicial e deverá prosseguir normalmente. O credor poderá continuar e exigir a satisfação integral de seu crédito em face dos coobrigados ou garantidores, independentemente da concessão da recuperação judicial quanto ao devedor principal" (SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência* [E-book]. 6. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2025. p. 329).

9 Trata-se, não por acaso, de um dos principais pontos comumente enunciados para a diferenciação entre a novação civil em geral e a novação recuperacional em especial, conforme se depreende, por exemplo, da jurisprudência do STJ: "Direito Civil e Empresarial. Recuperação judicial. Homologação do plano. Novação *sui generis*. Efeitos sobre terceiros coobrigados. Extinção da execução. Descabimento. Manutenção das garantias. Arts. 49, § 1º e 59, *caput*, da Lei n. 11.101/2005. 1. *A novação prevista na lei civil é bem diversa daquela disciplinada na Lei n. 11.101/2005. Se a novação civil faz, como regra, extinguir as garantias da dívida, inclusive as reais prestadas por terceiros estranhos ao pacto (art. 364 do Código Civil), a novação decorrente do plano de recuperação traz como regra, ao reverso, a manutenção das garantias (art. 59, caput, da Lei n. 11.101/2005), sobretudo as reais, as quais só serão suprimidas ou substituídas 'mediante aprovação expressa do credor titular da respectiva garantia', por ocasião da alienação do bem gravado (art. 50, § 1º). Assim, o plano de recuperação judicial opera uma novação* sui generis *e sempre sujeita a uma condição resolutiva, que é o eventual descumprimento do que ficou acertado no plano (art. 61, § 2º, da Lei n. 11.101/2005).* 2. *Portanto, muito embora o plano de recuperação judicial opere novação das dívidas a ele submetidas, as garantias reais ou fidejussórias, de regra, são preservadas, circunstância que possibilita ao credor exercer seus direitos contra terceiros garantidores e impõe a manutenção das ações e execuções aforadas em face de fiadores, avalistas ou coobrigados em geral.* 3. Deveras, não haveria lógica no sistema se a conservação dos direitos e privilégios dos credores contra coobrigados, fiadores e obrigados de regresso (art. 49, § 1º, da Lei n. 11.101/2005) dissesse respeito apenas ao interregno temporal que medeia o deferimento da recuperação e a aprovação do plano, cessando tais direitos após a concessão definitiva com a homologação judicial. 4. Recurso especial não provido" (BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial n. 1.326.888/RS. Relator: Ministro Luis Felipe Salomão. Quarta Turma. Julgado em: 8 abr. 2014. *Diário da Justiça Eletrônico*, Brasília, 5 mai. 2014. Grifou-se).

to na correlata identificação de que o deferimento do processamento da recuperação judicial não impede o regular prosseguimento das execuções contra os terceiros coobrigados.[10] Tal entendimento, aliás, restou consagrado na Súmula nº 581 do Superior Tribunal de Justiça ("STJ"), *in verbis*: "*A recuperação judicial do devedor principal não impede o prosseguimento das ações e execuções ajuizadas contra terceiros devedores solidários ou coobrigados em geral, por garantia cambial, real ou fidejussória*".

A aludida ausência, *prima facie*, de impacto automático ou impositivo da recuperação judicial da devedora sobre a posição jurídica dos terceiros garantidores ou coobrigados encontra expressiva aplicação também em matéria de novação: pelas mesmas razões sinteticamente indicadas acima, prevalece na experiência brasileira o entendimento segundo o qual eventual previsão do plano de recuperação judicial que estenda a novação recuperacional aos coobrigados não pode produzir efeitos contra os credores que porventura não tenham aderido de modo expresso a tal previsão.[11] Vista a questão por outro ângulo, tem-se que eventual previsão do plano de recuperação judicial que estenda a novação recuperacional aos coobrigados da

---

10 Nesse sentido, afirma-se que "a suspensão das ações não deve abranger eventuais coobrigados ou executados, como já é a prática atual, podendo a LRE ser modificada para deixar essa previsão ainda mais clara e para tratar de forma expressa quais são os efeitos do plano de recuperação judicial ao coobrigado que honrou a obrigação garantida" (PAIVA, Luiz Fernando Valente de. Necessárias alterações no sistema falimentar brasileiro. *In*: CEREZETTI, Sheila C. Neder; MAFFIOLETTI, Emanuelle Urbano (Coord.). *Dez anos da Lei nº 11.101/2005*: estudos sobre a Lei de Recuperação e Falência. São Paulo: Almedina, 2015. p. 141).

11 Nessa linha, expõe Marcelo Sacramone: "Nada impede que a renúncia à cobrança dos coobrigados possa ser prevista validamente no plano de recuperação judicial a ser submetido à votação dos credores. Como nem todos os credores possuem as suas obrigações garantidas da mesma forma, a votação pela maioria não vincula a minoria, pois, nesse ponto, os credores não participam da mesma comunhão de interesses. Em outras palavras, não poderia a maioria aceitar a renúncia ao direito de exigir o cumprimento da obrigação de um coobrigado se apenas o credor minoritário dissidente tiver seu crédito garantido por terceiro. Assim, apenas se o credor não se absteve, não votou contra ou, caso tenha votado favoravelmente ao plano de recuperação judicial, não tenha ressalvado a cláusula de renúncia, perderá o direito de cobrar os coobrigados" (SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência* [E-book]. 6. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2025. p. 330).

devedora em recuperação apenas será eficaz em face dos credores que aprovaram o plano de recuperação sem nenhuma ressalva, não sendo eficaz em relação aos credores ausentes da assembleia geral, aos que se abstiveram de votar e aos que se posicionaram contrariamente a tal disposição.[12]

Diante desse cenário, o devedor que pretender apresentar um pedido de recuperação judicial encontrar-se-á frente a um risco (de todo relevante para os seus parceiros) a ser considerado, qual seja: o risco de os credores pertinentes optarem pelo (re)direcionamento das execuções aos garantidores ou coobrigados.[13] No contexto dos grupos econômicos, tal risco pode ser mitigado com a apresentação de pedido de recuperação judicial em consolidação processual ou, até mesmo, substancial, de modo a fazer com que "toda"[14] a dívida do grupo seja reestruturada, impedindo o (re)direcionamento das execuções a sociedades integrantes do grupo e deixadas de fora do pedido de recuperação. A existência de garantias cruzadas constitui, aliás, um dos elementos que possibilita a consolidação substancial nos termos do art. 69-J da Lei nº 11.101/2005.[15]

---

12 Conforme entendimento do STJ: "Processual Civil. Agravo Interno no Recurso Especial. Plano de recuperação judicial. Extensão a coobrigados. Supressão ou substituição de garantia. Necessidade de consentimento do credor titular. Decisão mantida. 1. *Nos termos do entendimento do STJ, 'a cláusula que estende a novação aos coobrigados é legítima e oponível apenas aos credores que aprovaram o plano de recuperação sem nenhuma ressalva, não sendo eficaz em relação aos credores ausentes da assembleia geral, aos que abstiveram-se de votar ou se posicionaram contra tal disposição*' [...]. 2. Agravo interno a que se nega provimento" (BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Agravo Interno no Recurso Especial n. 1.803.895/MT. Relator: Ministro Antonio Carlos Ferreira. Quarta Turma. Julgado em: 4 abr. 2022. *Diário da Justiça Eletrônico*, Brasília, DF, 8 abr. 2022. Grifou-se).

13 Ao risco de redirecionamento integral das execuções aos terceiros garantidores ou coobrigados se conjuga o risco de que os credores persigam em face dos referidos terceiros (não já a integralidade da dívida, mas) a diferença entre o valor pago na forma do plano e o valor original do crédito, conforme suscitado no item 2, *infra*. Trata-se de tema ainda pendente de definição pacífica no direito brasileiro.

14 Ressalvadas, naturalmente, as dívidas não sujeitas aos efeitos da recuperação judicial ou garantidas por terceiros que não possam ser incluídos no pedido de recuperação, como o sócio pessoa física.

15 Confira a redação do dispositivo, incluído pela Lei nº 14.112/2020: "Art. 69-J. O juiz poderá,

Contudo, nas hipóteses em que a garantia tenha sido ofertada por parte de sócios pessoas físicas[16] (ou outras pessoas físicas relacionadas à devedora), a referida possibilidade é tendencialmente[17] afas-

---

de forma excepcional, independentemente da realização de assembleia-geral, autorizar a consolidação substancial de ativos e passivos dos devedores integrantes do mesmo grupo econômico que estejam em recuperação judicial sob consolidação processual, apenas quando constatar a interconexão e a confusão entre ativos ou passivos dos devedores, de modo que não seja possível identificar a sua titularidade sem excessivo dispêndio de tempo ou de recursos, cumulativamente com a ocorrência de, no mínimo, 2 (duas) das seguintes hipóteses: I - *existência de garantias cruzadas*; II - relação de controle ou de dependência; III - identidade total ou parcial do quadro societário; e IV - atuação conjunta no mercado entre os postulantes". A previsão legal não passa imune a crítica. Sheila C. Neder Cerezetti, por exemplo, critica o art. 69-J da Lei nº 11.101/2005 por possibilitar que o julgador que determine a consolidação substancial com base em hipóteses nada excepcionais. Além disso, questiona a inserção da "possibilidade de análise de cunho econômico ao julgador (art. 69-J, *caput*), em absoluta dissintonia com o modelo decisório erigido pelo sistema concursal em vigor" (CEREZETTI, Sheila C. Neder. A consolidação substancial voluntária após a reforma concursal de 2020. *In*: MOMBACH, Matheus Martins Costa; CAMPANA FILHO, Paulo Fernando (Coord.). *Direito da empresa em crise*: temas atuais sobre recuperação empresarial e falência no Brasil. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2022. p. 35).

16 Nesse contexto, Tatiana Marques Adoglio sustenta que "não faltam motivos para estender o *stay period* aos sócios da empresa em recuperação judicial, quando coobrigados pelas suas operações, sendo avesso ao próprio soerguimento da atividade empresarial desenvolvida impor ao sócio ônus mais gravoso do que à própria empresa" (ADOGLIO, Tatiana Marques. Restrição à constrição de bens e a suspensão quanto aos coobrigados. *In*: SACRAMONE, Marcelo Barbosa; NUNES, Marcelo Guedes; DANTAS, Rodrigo D'Orio (Coord.). *Recuperação judicial e falência*: evidências empíricas. Indaiatuba: Foco, 2022. p. 111).

17 Ressalvada, por exemplo, a situação peculiar do produtor rural pessoa física, cuja legitimidade para o pedido de recuperação judicial depende, de todo modo, de o exercício regular das atividades por ao menos 2 (dois) anos (art. 48, *caput*) ser comprovado na forma do § 3º do art. 48 da Lei nº 11.101/2005 e da correlata exegese jurisprudencial. Ainda assim, cumpre ressaltar a existência de expressivo entendimento segundo o qual as dívidas oriundas de coobrigação assumida pelo produtor rural pessoa física não estariam sujeitas aos efeitos de sua recuperação judicial, como se verifica em diversos julgados do TJSP no sentido de que as obrigações e responsabilidades que não decorrem estritamente da atividade rural (o que incluiria as garantias pessoais) estariam fora da proteção do juízo recuperacional, legitimando o prosseguimento da execução em face do produtor rural demandado na qualidade de coobrigado. Assim, caso se esteja diante de uma garantia pessoal sem vínculo com labor rural e, principalmente, se relacionada ao patrimônio pessoal, tende a se entender tratar-se de crédito extraconcursal. Nesse contexto, alguns julgados concluem que, para um crédito ser considerado submetido à recuperação do produtor rural, deve estar descrito nos documentos que com-

tada por ausência de sua legitimidade para figurar no polo ativo do pedido recuperacional. Com isso, os devedores passaram a tentar reduzir o risco do direcionamento das execuções para os seus coobrigados por meio de disposições contidas no próprio plano de recuperação judicial. Justamente nesse contexto, passaram a se multiplicar previsões de supressão e suspensão das garantias, que constituem o objeto precípuo do presente estudo.

Recentemente, o tema da "*nonconsensual third-party release*", ou seja, a liberação de terceiros por meio da aprovação majoritária dos credores (i.e., sem consenso de todos os credores, a explicar a expressão "*nonconsensual*"), foi objeto de deliberação pela Suprema Corte dos Estados Unidos da América ("EUA") no caso *Purdue Pharma*, de notável repercussão. Em síntese essencial, a Suprema Corte estadunidense entendeu que não seria possível a "*nonconsensual third-party release*". Desse modo, surgiram discussões internas sobre o conceito de "*consensual third-party release*", especialmente em relação a credores que votaram o plano, mas não se manifestaram quanto a essa cláusula específica.

---

provam o exercício da sua atividade rural para o pedido recuperacional. Nesse sentido, o TJSP já entendeu que a execução poderia prosseguir em relação ao produtor rural, tendo em vista que o aval oferecido em favor de outra empresa do grupo teria sido dado na qualidade de pessoa física; no caso, independentemente do fato de o produtor rural estar em recuperação judicial em litisconsórcio ativo com a codevedora, o Tribunal asseverou que "o crédito seria concursal se o produtor rural tivesse contraído a dívida para o exercício da sua atividade rural e se tivesse providenciado a discriminação contábil dela enquanto devedor principal por obrigação de tal natureza. Não há outra interpretação que possa ser feita ao artigo 49, 6º, da Lei 11.101/05" (SÃO PAULO. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. Apelação Cível n. 1004013-52.2020.8.26.0510. Relator: Desembargador Elói Estevão Troly. 15ª Câmara de Direito Privado. Julgado em: 30 ago. 2023. *Diário da Justiça Eletrônico*, São Paulo, 30 ago. 2023). De maneira similar: (i) SÃO PAULO. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. Agravo de Instrumento n. 2011191-03.2026.8.26.0000. Relator: Desembargador Alexandre David Malfatti. 12ª Câmara de Direito Privado. Julgado em: 27 fev. 2026; (ii) SÃO PAULO. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. Agravo de Instrumento n. 2299037-11.2025.8.26.0000. Relatora: Desembargadora Flavia Beatriz Goncalez da Silva. 38ª Câmara de Direito Privado. Julgado em: 12 fev. 2026; (iii) TJSP. AI nº 2050476-37.2025.8.26.0000. Relatora: Des. Claudia Carneiro Calbucci Renaux. 24ª Câmara de Direito Privado. Julgamento em 29 abr. 2025; entre outros.

Nesse contexto, o objetivo central do presente artigo consiste em realizar um cotejo entre a experiência brasileira e a decisão do caso Purdue Pharma nos EUA e seus reflexos na jurisprudência estadunidense. A análise desenvolver-se-á a partir da hipótese no sentido de que a decisão do referido caso revela uma aproximação entre a experiência brasileira (notadamente no que diz respeito às razões que levaram o STJ a concluir pela inoponibilidade da previsão de exoneração de garantias ou corresponsabilidades aos credores que não tiverem manifestado anuência expressa a tal previsão) e a estadunidense (notadamente no que diz respeito às razões que levaram a Suprema Corte dos EUA a concluir pela ilegitimidade da previsão que busque impor a "*nonconsensual third-party release*").

Para tanto, inicialmente serão analisados os limites à supressão de garantias nos planos de recuperação judicial no Brasil (item 1, *infra*). Em seguida, examina-se o entendimento da doutrina e da jurisprudência nacionais acerca da possibilidade de supressão ou suspensão de garantias por meio do plano de recuperação judicial (item 2, *infra*). Por fim, será analisado o caso Purdue Pharma e seus reflexos na jurisprudência estadunidense, bem como suas possíveis aproximações com o entendimento presente na experiência brasileira (item 3, *infra*).

1. Limites para a supressão das garantias reais e fidejussórias pelo plano de recuperação judicial.

O supramencionado art. 50, § 1º, da Lei nº 11.101/2005 dispõe que, "[n]*a alienação de bem objeto de garantia real, a supressão da garantia ou sua substituição somente serão admitidas mediante aprovação expressa do credor titular da respectiva garantia*". Sobre o tema, Luiz Roberto Ayoub e Cássio Cavalli afirmam que o "*plano de recuperação judicial pode conter cláusula de substituição ou supressão de garantias reais, mas essa cláusula não terá eficácia perante o credor titular da garantia se ele não a aprovar expressamente*".[18]

---

18 AYOUB, Luiz Roberto; CAVALLI, Cássio. *A construção jurisprudencial da recuperação judicial de empresas* [E-book]. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2020.

Desse modo, a disposição do plano de recuperação judicial que preveja a supressão de garantia real não é, *per se*, inválida, porém a sua eficácia se restringe ao credor que a tenha aprovado expressamente. Em outras palavras, a cláusula de supressão de garantias será considerada ineficaz em relação ao credor titular da garantia que não tenha aprovado expressamente a disposição. Ou seja, a previsão de supressão não é eficaz contra o credor que (i) não estava presente na assembleia-geral de credores; (ii) se absteve de votar; (iii) votou contrariamente à aprovação do plano; ou, (iv) mesmo votando favoravelmente ao plano, apresentou ressalva quanto à cláusula de supressão de garantias.[19]

De acordo com Marcelo Barbosa Sacramone, o credor garantido encontra-se em condição especial de pagamento perante os demais, ainda que inserido na mesma classe que os seus pares.[20] Dessa forma, tal credor não poderia ser compulsoriamente submetido à vontade da maioria dos credores, salvo se concordar expressa e especificamente com a disposição que pretenda afetar a garantia especial do seu crédito.[21] Alguns autores ainda apontam que, caso fosse admi-

---

19 Nesse sentido, veja-se a lição de Marcelo Barbosa Sacramone: "A supressão da garantia, sua substituição ou a alienação do bem dado em garantia real, bem como a suspensão da exigibilidade da garantia durante o cumprimento do plano, assim, ao colocar o credor numa situação específica, fora da comunhão de interesses, exige que ele concorde expressamente quanto a essa propositura e não possa ser submetido à vontade da maioria. A inclusão da cláusula no plano de recuperação judicial não gera sua nulidade. A cláusula, entretanto, somente será eficaz se o credor manifestar expressamente sua concordância à supressão dos seus direitos sobre a garantia" (SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência* [E-book]. 6. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2025. p. 263).

20 Nas palavras do autor: "A garantia real referente a um determinado objeto torna a condição do credor garantido como especial em face dos demais, ainda que da mesma classe. Isso porque cada um dos credores, mesmo com garantia real, possui garantias diferentes, pois referentes a objetos distintos. No tocante à garantia, assim, o credor não participa da mesma comunhão de interesses que motivou todos a participarem da Assembleia Geral de Credores e, portanto, não poderá ficar vinculado à vontade da maioria" (SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência* [E-book]. 6. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2025. p. 263).

21 Nessa linha, confira-se também a lição de Rachel Sztajn: "Quanto aos bens objeto de garantia real, garantia essa que se exerce *erga omnes*, poder-se-ia considerar que o adquirente re-

tida à revelia do credor respectivo, a possibilidade de supressão das garantias geraria insegurança jurídica e, consequentemente, prejuízo ao mercado de crédito.[22]

---

servaria parte do preço a ser pago para fins de liquidação da obrigação, com o que a garantia deixa de ser eficaz, o legislador determina que sua supressão ou substituição demandam aprovação do credor garantido. Outra não poderia ser a solução, sob pena de se tornar o sistema de garantias imprestável" (SZTAJN, Rachel. Comentários ao art. 48. *In*: SOUZA JÚNIOR, Fernando Satiro de; PITOMBO, Antônio Sérgio de Moraes (Coord.). *Comentários a Lei de Recuperação de Empresas*. São Paulo: RT, 2007. p. 246). Assim também se manifesta Gladston Mamede, que menciona, ademais, um entendimento (relativamente antigo e – parece já possível afirmar – superado) adotado pelo STJ no julgamento do REsp nº 1.532.943/MT: "Note-se, contudo, que a alienação de bem que seja objeto de garantia real, a supressão da garantia ou sua substituição por outra garantia somente serão admitidas mediante aprovação expressa do credor titular da respectiva garantia. Sem essa anuência expressa, pode haver a alienação, mas o alienatário receberá o bem gravado com a garantia real em razão do direito de sequela que beneficia o credor hipotecário ou pignoratício. [...] No julgamento do Recurso Especial 1.532.943/MT, o Superior Tribunal de Justiça entendeu que a correta interpretação dos artigos 50, § 1º, e 59 da Lei nº 11.101/2005 é a que reconhece a possibilidade de supressão das garantias reais, ou mesmo sua substituição por outra garantia (de natureza, qualidade ou mesmo valor inferior), se isso constar do plano de recuperação devidamente aprovado pela assembleia geral de credores (o que implica aprovação da classe dos credores com garantia real, recorde-se). Portanto, a regra do artigo 50, § 1º, por tal interpretação, não diz respeito a uma exclusiva anuência individual, mas traduziria a possibilidade de uma anuência coletiva, feita pela maioria dos credores com garantia real presentes na assembleia de aprovação do plano, desde que respeitado o quórum mínimo. Noutras palavras, também tal anuência estaria submetido ao princípio majoritário, ainda que em duplo grau: da assembleia de credores e da classe dos credores com garantia real. No caso, o plano foi aprovado por todas as classes, inclusive pelos credores com garantia real que estavam presentes e que representavam 82,82% do valor total dos créditos desta classe" (MAMEDE, Gladston. *Direito empresarial brasileiro*. Volume 3: falência e recuperação de empresas. 13. ed. Barueri: Atlas, 2022. p. 145).

22 A esse respeito, afirma-se que a possibilidade de supressão de garantias sem a concordância expressa do credor garantido, "[...] indubitavelmente, causa graves consequências ao custo do crédito, ao empreendedorismo e a segurança jurídica, institutos esses, pois, que a lei recuperacional alberga expressamente, sobre os quais as interpretações restaram dissipadas com a alteração da Lei n. 11.101/2005, com as disposições da Lei n. 14.112/2020, que, por sua vez, manteve as cláusulas prevendo que supressão da garantias dependem da anuência específica dos detentores dessas garantias" (CASTRO, Bruno Oliveira; VILELA, Emília. A supressão das garantias na recuperação judicial e a segurança jurídica e econômica. *In*: ABRÃO, Carlos Henrique; CANTO, Jorge Luiz Lopes do; LUCON, Paulo Henrique dos Santos (Coord.). *Moderno direito concursal*: análise plural das Leis nº 11.101/05 e nº 14.112/20. São Paulo: Quartier Latin, 2021. p. 369). Na mesma ordem de ideias, também se afirma: "A permissão para que a devedora possa, pelo PRJ, retirar as garantias contratadas sem anuência expressa de seus titulares, pode-

O entendimento pela imprescindibilidade da anuência expressa do credor titular da garantia foi objeto da Súmula nº 61 do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo ("TJSP"), nos seguintes termos: "*Na recuperação judicial, a supressão da garantia ou sua substituição somente será admitida mediante aprovação expressa do titular*".

Em 2021, a 2ª Seção do STJ se manifestou sobre o tema no julgamento do Recurso Especial nº 1.794.209/SP, relatado pelo Min. Ricardo Villas Bôas Cueva. A discussão envolvia cláusula do plano de recuperação judicial que previa a supressão das garantias reais e fidejussórias, a qual foi considerada válida, pelo tribunal local, apenas para os titulares de garantias que expressamente consentiram com a supressão ou liberação. O grupo devedor em recuperação judicial recorreu ao STJ contra tal entendimento firmado em segunda instância.

Ao apreciar o caso, a 2ª Seção do STJ, por maioria, decidiu negar provimento ao Recurso Especial do grupo devedor, vencidos os Ministros Marco Aurélio Bellizze, Moura Ribeiro e Paulo de Tarso Sanseverino. Entendeu-se, por maioria, que a anuência do titular da garantia real é indispensável na hipótese em que o plano de recuperação prevê a sua supressão ou substituição.[23] A 2ª Seção do STJ adotou o mesmo

---

ria criar imprevisibilidade e insegurança jurídica não apenas no mercado de crédito e na economia em geral, mas sobretudo às próprias sociedades empresárias, tanto antes quanto depois do pedido e deferimento da recuperação judicial. Isso porque, na concessão de crédito, é pela relevância da garantia dada pelo devedor ao credor, influindo decisivamente no custo creditício, quanto maior a garantia de retorno do empréstimo, em caso de inadimplência do devedor principal, menor a taxa e juros. Será inexorável o aumento dos juros se garantias contratadas no empréstimo puderem ser suprimidas em caso de recuperação judicial mesmo sem a expressa concordância do credor. O aumento dos juros para as sociedades empresárias e empresários é, indiscutivelmente, nefasto para o fomento das atividades feito através do capital de giro tomado no mercado de crédito" (CUNHA, Fernando Antonio Maia da; GUTIERREZ, Octavio Weicker Valverde. O tratamento das garantias na recuperação judicial: questões controvertidas. *In*: CUNHA, Fernando Antonio Maia da; LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio (Coord.). *Direito empresarial aplicado*. São Paulo: Quartier Latin, 2021. p. 169).

23 Veja-se a ementa do acórdão: "Recurso Especial. Direito empresarial. Recuperação judicial. Plano de recuperação. Novação. Extensão. Coobrigados. Impossibilidade. Garantias. Supressão ou substituição. Consentimento. Credor titular. Necessidade. [...] 2. Cinge-se a controvérsia a definir se a cláusula do plano de recuperação judicial que prevê a supressão das garantias reais

entendimento no âmbito do julgamento do REsp nº 1.885.536/MT, também de relatoria do Ministro Ricardo Villas Bôas Cueva e julgado na mesma data.[24] A 3ª e a 4ª Turmas da Corte, desde então, acompanham essa linha de raciocínio,[25] valendo destacar, por oportuno, que a 3ª Tur-

---

e fidejussórias pode atingir os credores que não manifestaram sua expressa concordância com a aprovação do plano. 3. *A cláusula que estende a novação aos coobrigados é legítima e oponível apenas aos credores que aprovaram o plano de recuperação sem nenhuma ressalva, não sendo eficaz em relação aos credores ausentes da assembleia geral, aos que abstiveram-se de votar ou se posicionaram contra tal disposição*. 4. *A anuência do titular da garantia real é indispensável na hipótese em que o plano de recuperação judicial prevê a sua supressão ou substituição*. 5. Recurso especial interposto Tonon Bionergia S.A., Tonon Holding S.A. e Tonon Luxemborg S.A. não provido. Agravo em recurso especial interposto por CCB BRASIL - China Construction Bank (Brasil) Banco Múltiplo não conhecido" (BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial n. 1.794.209/SP. Relator: Ministro Ricardo Villas Bôas Cueva. Segunda Seção. Julgado em: 12 maio 2021. *Diário da Justiça Eletrônico*, Brasília, 29 jun. 2021. Grifou-se).

24 Veja-se a ementa do acórdão: "Recurso Especial. Direito empresarial. Recuperação judicial. Plano de recuperação. Novação. Extensão. Coobrigados. Impossibilidade. Garantias. Supressão ou substituição. Consentimento. Credor titular. Necessidade. [...] 2. Cinge-se a controvérsia a definir se a cláusula do plano de recuperação judicial que prevê a supressão das garantias reais e fidejussórias pode atingir os credores que não manifestaram sua expressa concordância com a aprovação do plano. 3. *A cláusula que estende a novação aos coobrigados é legítima e oponível apenas aos credores que aprovaram o plano de recuperação sem nenhuma ressalva, não sendo eficaz em relação aos credores ausentes da assembleia geral, aos que abstiveram-se de votar ou se posicionaram contra tal disposição*. 4. *A anuência do titular da garantia real é indispensável na hipótese em que o plano de recuperação judicial prevê a sua supressão ou substituição*. 5. Recurso especial não provido" (BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial n. 1.885.536/MT. Relator: Ministro Ricardo Villas Bôas Cueva. Segunda Seção. Julgado em: 12 maio 2021. *Diário da Justiça Eletrônico*, Brasília, DF, 29 jun. 2021. Grifou-se).

25 Vide, de maneira exemplificativa: (i) BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Agravo em Recurso Especial n. 2.460.135/GO. Relator: Ministro Moura Ribeiro. Terceira Turma. Julgado em: 16 mar. 2026. *Diário da Justiça Eletrônico*, Brasília, DF, 20 mar. 2026; (ii) BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial n. 2.237.357/AC. Relator: Ministro Raul Araújo. Quarta Turma. Julgado em: 9 mar. 2026. *Diário da Justiça Eletrônico*, Brasília, DF, 16 mar. 2026; (iii) BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Agravo Interno no Recurso Especial n. 1.924.944/AC. Relator: Ministro Raul Araújo. Quarta Turma. Julgado em: 30 jun. 2025. *Diário da Justiça Eletrônico*, Brasília, DF, 5 ago. 2025; (iv) BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Agravo Interno no Recurso Especial n. 1.924.944/AC. Relator: Ministro Ricardo Villas Bôas Cueva. Terceira Turma. Julgado em: 30 jun. 2025. *Diário da Justiça Eletrônico*, Brasília, DF, 7 jul. 2025; (v) BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial n. 1.867.550/SP. Relator: Ministro Ricardo Villas Bôas Cueva. Terceira Turma. Julgado em: 23 jun. 2025. *Diário da Justiça Eletrônico*, Brasília, DF, 26 jun. 2025; (vi) BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Agravo em Recurso Especial n.

ma, em recente oportunidade, reconheceu a legitimidade da aplicação da cláusula de supressão para credor que manifestara anuência expressa ao plano que continha a referida previsão.[26]

No plano estadual, o TJSP[27] e o Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro ("TJRJ"),[28] por exemplo, também seguem essa linha

---

1.786.426/SP. Relatora: Ministra Daniela Teixeira. Terceira Turma. Julgado em: 9 jun. 2025. *Diário da Justiça Eletrônico*, Brasília, DF, 13 jun. 2025; (vii) BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Agravo em Recurso Especial n. 1.786.426/SP. Relatora: Ministra Daniela Teixeira. Terceira Turma. Julgado em: 9 jun. 2025. *Diário da Justiça Eletrônico*, Brasília, DF, 13 jun. 2025; (viii) BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial n. 2.200.442/SP. Relatora: Ministra Ricardo Villas Bôas Cueva. Terceira Turma. Julgado em: 26 maio 2025. *Diário da Justiça Eletrônico*, Brasília, DF, 30 maio 2025.

26 " [...] 4. A cláusula de supressão de garantias aprovada com anuência do titular da garantia, nos termos dos arts. 49, § 2º, e 59 da LREF, é legítima e eficaz, afastando, no caso concreto, a aplicação automática da Súmula 581/STJ, com suspensão da execução contra o coobrigado durante o prazo de fiscalização judicial e extinção após seu término, conforme o regime de execução específica do plano. [...]" (BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Agravo em Recurso Especial n. 2.707.043/GO. Relator: Ministro Moura Ribeiro. Terceira Turma. Julgado em: 16 mar. 2026. *Diário da Justiça Eletrônico*, Brasília, DF, 20 mar. 2026.

27 V., entre outros: (i) SÃO PAULO. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. Agravo de Instrumento n. 2181498-24.2025.8.26.0000. Relator: Desembargador Maurício Pessoa. 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial. Julgado em: 26 fev. 2026; (ii) SÃO PAULO. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. Agravo de Instrumento n. 2134125-31.2024.8.26.0000. Relator: Desembargador Jorge Tosta. 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial. Julgado em: 3 abr. 2025; (iii) SÃO PAULO. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. Apelação Cível n. 1002831-57.2022.8.26.0220. Relator: Desembargador Sidney Braga. 19ª Câmara de Direito Privado. Julgado em: 25 nov. 2024; (iv) SÃO PAULO. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. Apelação Cível n. 1011752-16.2023.8.26.0011. Relator: Desembargador Thiago de Siqueira. 14ª Câmara de Direito Privado. Julgado em: 19 nov. 2024; (v) SÃO PAULO. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. Agravo de Instrumento n. 2232862-06.2023.8.26.0000. Relator: Desembargador Natan Zelinschi de Arruda. 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial. Julgado em: 23 jan. 2024.

28 V., entre outros: (i) RIO DE JANEIRO. Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro. Agravo de Instrumento n. 0106917-04.2024.8.19.0000. Relator: Desembargador Fernando Fernandy Fernandes. 6ª Câmara de Direito Privado. Julgado em: 3 abr. 2025; (ii) RIO DE JANEIRO. Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro. Agravo de Instrumento n. 0029454-83.2024.8.19.0000. Relator: Desembargador Benedicto Ultra Abicair. 13ª Câmara de Direito Privado. Julgado em: 5 set. 2024; (iii) RIO DE JANEIRO. Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro. Agravo de Instrumento n. 0007326-69.2024.8.19.0000. Relatora: Desembargadora Mônica Maria Costa di Piero. 1ª Câmara de Direito Privado. Julgado em: 28 maio 2024; (iv) RIO

de entendimento. Desse modo, os referidos Tribunais tendem a afastar a eficácia da cláusula do plano de recuperação judicial que preveja a extinção da garantia quando o respectivo credor titular não tenha votado a favor da aprovação do plano que contenha tal previsão.

Vale mencionar que, apesar da prevalência do entendimento pela impossibilidade de supressão das garantias sem anuência expressa dos respectivos titulares, em levantamento empírico realizado por um grupo de pesquisadores, "*constatou-se que planos de recuperação com previsão de supressão de garantias foram homologados por decisões omissas em relação a tal dispositivo ou, ainda, por decisões que decidiram pela validade dessa previsão*".[29] Desse modo, concluiu-se que "[a] *falta de uniformidade do controle de legalidade em relação às cláusulas de supressão de garantias produz efeitos absolutamente diversos em processos de recuperação judicial, o que afeta a segurança jurídica dos credores e do mercado como um todo*".[30]

2. Notas sobre a (im)possibilidade de imposição da suspensão condicional da exigibilidade das garantias.

Diante da consolidação do entendimento no sentido da inoponibilidade da cláusula de supressão aos credores que a ela não tenham anuído de modo expresso, passou-se a se observar, na práxis, a tentativa de construção de uma via alternativa que pudesse facilitar

---

DE JANEIRO. Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro. Apelação Cível n. 0206681-28.2022.8.19.0001. Relator: Desembargador Eduardo de Azevedo Paiva. 3ª Câmara de Direito Privado. Julgado em: 24 abr. 2024; (v) RIO DE JANEIRO. Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro. Agravo de Instrumento n. 0044738-68.2023.8.19.0000. Relator: Desembargador Cezar Augusto Rodrigues Costa. 8ª Câmara de Direito Privado. Julgado em: 25 out. 2023.

29 FONSECA, Geraldo; VENTURINI, Caroline Perez; ARCURI, lsabela Tan; SILVA, Luiz Otávio Ventura; RAMOS, Nayara da Cunha. Coobrigados e a supressão de garantias fidejussórias em processo de recuperação judicial. *In*: SACRAMONE, Marcelo Barbosa; NUNES, Marcelo Guedes; DANTAS, Rodrigo D'Orio (Coord.). *Recuperação judicial e falência*: evidências empíricas. Indaiatuba: Foco, 2022. p. 141.

30 *Ibidem*, p. 141.

o soerguimento da devedora em recuperação sem comprometer excessivamente o direito de crédito do credor que não concorde com eventual previsão de supressão das garantias especiais pertinentes ao seu crédito.[31]

Concebida pela benfazeja criatividade dos operadores do ambiente recuperacional, a referida tentativa consistiria em estabelecer-se no plano de recuperação uma previsão no sentido de que, ao revés de se sujeitarem a uma absoluta e incondicionada supressão, as garantias prestadas por terceiros teriam a sua exigibilidade suspensa durante o período de fiscalização de que trata o art. 61 da Lei nº 11.101/2005,[32] condicionando-se a retomada da sua exigibilidade ao

---

31 Conforme sustenta Pedro Rebello Bortolini, existe uma lógica na busca pela suspensão das obrigações também em favor dos terceiros coobrigados, especialmente quando se trata de sócios da devedora em recuperação. Seria possível, então, verificar dois fatores, um positivo e um negativo. O primeiro estaria relacionado ao fato de que esses sócios são os principais interessados em ofertar um Financiamento DIP dentro da recuperação, de modo que o risco de serem cobrados pelas dívidas da devedora pode desincentivar esses investimentos usualmente tão necessários para o êxito da recuperação. Do outro lado, tem-se que o próprio risco de esses sócios serem cobrados durante a recuperação judicial serve como um desincentivo e um relevante conflito de interesses, que desmotiva tal gestor a aprovar um pedido de recuperação judicial, fazendo com que ele seja postergado até uma situação extrema, comprometendo a própria efetividade do procedimento de insolvência. Nas palavras do autor: "Existe, de fato, uma consistente lógica económica por trás da extensão do stay a terceiros. Nos casos em que as garantias são prestadas pelos próprios sócios do devedor, por exemplo, a manutenção das execuções individuais contra eles poderá inviabilizar o investimento que poderiam fazer para financiar a recuperação da empresa. Na experiência brasileira, sobretudo por conta das inúmeras dúvidas que cercam o DIP financing (ou seja, o financiamento do devedor em recuperação), o dinheiro novo costuma vir dos próprios sócios (e não de terceiros), que também são aqueles que geralmente figuram como fiadores ou avalistas das dívidas do devedor" (BORTOLINI, Pedro Rebello. Nadando contra a corrente: em defesa da suspensão das execuções contra os fiadores do devedor em recuperação judicial. *In*: CUNHA, Fernando Antônio Maia da; LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio (Coord.). *Direito empresarial aplicado*: v. 4. São Paulo: Contracorrente, 2024. p. 773-774); "O problema de agência é evidente, já que a situação atual alimenta a assimetria de interesses entre a empresa e os seus dirigentes. Como agentes racionais auto interessados, os sócios e administradores tendem a atuar em benefício próprio, ainda que em prejuízo do ente coletivo por cujos interesses deveriam zelar. Campo fértil para todo tipo de fraudes e medidas descompromissadas com a superação da crise, sobretudo nas chamadas 'empresas de dono', cujo capital se concentra em poucos sócios ou numa única família" (*Ibidem*, p. 777-778).

eventual descumprimento do plano de recuperação. Assim, caso o plano de recuperação viesse a ser descumprido durante o período de supervisão, as garantias voltariam a ser plenamente exigíveis pelos respectivos credores; por outro lado, caso o plano de recuperação viesse a ser regularmente cumprido no período de supervisão, as garantias deixariam definitivamente de ser exigíveis, prevalecendo, então, a novação promovida pelo plano de recuperação. À compreensão de tal aventada estratégia se dedica o presente item, o que não prescinde da rememoração de algumas premissas relevantes na matéria.

De início, cumpre relembrar os termos em que o art. 59 da Lei nº 11.101/2005 prevê a novação dos créditos em decorrência do plano de recuperação judicial: "*O plano de recuperação judicial implica novação dos créditos anteriores ao pedido e obriga o devedor e todos os credores a ele sujeitos, sem prejuízo das garantias, observado o disposto no § 1º do art. 50 desta Lei*". A propósito dos créditos sujeitos, Cássio Cavalli elucida que a "*novação alcança a todos os créditos sujeitos à recuperação judicial que tenham sido alterados pelo plano, ainda que não tenham sido habilitados*".[33]

O regime da novação recuperacional, contudo, não coincide integralmente com o regime da novação civil geral (objeto dos arts. 360 a 367 do Código Civil).[34] Com efeito, conforme entendimento

---

32 *In verbis*: "Art. 61. Proferida a decisão prevista no art. 58 desta Lei, o juiz poderá determinar a manutenção do devedor em recuperação judicial até que sejam cumpridas todas as obrigações previstas no plano que vencerem até, no máximo, 2 (dois) anos depois da concessão da recuperação judicial, independentemente do eventual período de carência. (Redação dada pela Lei nº 14.112, de 2020) § 1º Durante o período estabelecido no caput deste artigo, o descumprimento de qualquer obrigação prevista no plano acarretará a convolação da recuperação em falência, nos termos do art. 73 desta Lei. § 2º Decretada a falência, os credores terão reconstituídos seus direitos e garantias nas condições originalmente contratadas, deduzidos os valores eventualmente pagos e ressalvados os atos validamente praticados no âmbito da recuperação judicial".

33 CAVALLI, Cássio. *A construção jurisprudencial da recuperação judicial de empresas* [E-book]. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2020. p. 659.

34 Sobre o tema, Natália Chaves e Henry Colombi observam que "a novação do Direito Civil,

prevalente no tema, a novação prevista pelo art. 59 da Lei nº 11.101/2005 difere daquela prevista no Código Civil ao menos por duas ordens de razão: a uma, porque, como ressalvado pela própria literalidade do referido art. 59, a novação recuperacional tendencialmente não impacta as garantias prestadas por terceiros;[35] a duas, pois a novação recuperacional se sujeita a uma condição resolutiva,[36] de

---

apropriada pelo Direito Empresarial no contexto da recuperação judicial, promove uma releitura do instituto, alterando elementos presentes tanto em seus critérios de configuração (*animus novandi*, que se constata mediante opção majoritária) quanto nos seus efeitos (natureza resolúvel e ausência de extinção das garantias, com a manutenção dos vínculos dos coobrigados)" (CHAVES, Natália Cristina; COLOMBI, Henry. Novação: entre o direito civil, a recuperação judicial e a recuperação extrajudicial. *In*: CEREZETTI, Sheila Christina Neder; FRANCO, Gustavo Lacerda; MAFFIOLETTI, Emanuelle Urbano (Coord.). *Vinte anos da Lei nº 11.101/2005*: estudos sobre a Lei de Recuperação e Falência. Vol. 2. São Paulo: Quartier Latin, 2026. p. 123).

35 "A segunda distinção, no plano dos efeitos, entre a novação de Direito Civil e a novação *sui generis* observada no contexto da recuperação judicial diz respeito aos limites subjetivos da eficácia novativa. Conforme visto, pelo regime do Direito Civil, por disposições expressas do Código, nos mencionados arts. 364, 365 e 366, o sentido que rege a novação civil é o da exoneração total dos coobrigados e o da extinção das garantias incidentes sobre o crédito novado. Admite-se, todavia, a pactuação em contrário, mantendo-se, na nova obrigação, as garantias do crédito novado apenas mediante expressa ressalva e desde que o garantidor expressamente o assinta. Na recuperação judicial, por outro lado, a sistemática é inversa. A eficácia da novação do crédito sujeito se opera somente em favor do devedor empresário beneficiado pelo procedimento recuperacional, ficando o credor livre para exigir os créditos, nas condições originais, em face de coobrigados, salvo tenha ele expressamente anuído, na votação do plano, com a supressão da garantia que lhe aproveita" (CHAVES, Natália Cristina; COLOMBI, Henry. *Op. Cit.*, p. 120-121). V., ainda, por todos, OLIVEIRA, Adriana Maria Cruz Dias de. Novação na recuperação judicial. In: CEREZETTI, Sheila Christina Neder; FRANCO, Gustavo Lacerda; MAFFIOLETTI, Emanuelle Urbano (Coord.). *Vinte anos da Lei nº 11.101/2005*: estudos sobre a Lei de Recuperação e Falência. Vol. 1. São Paulo: Quartier Latin, 2026. p. 379-380.

36 Nesse sentido, destaca-se que "[...] *a novação dos créditos e a substituição das condições de pagamento originais será sempre submetida a uma condição resolutiva*, ou seja, manterá sua eficácia apenas se o plano de recuperação judicial for cumprido a contento pelo devedor, no período de dois anos (LREF, art. 61), após o qual o juiz decretará o encerramento da recuperação judicial, por sentença (LREF, art. 63). Na hipótese de haver convolação da recuperação judicial em falência, por descumprimento de qualquer obrigação prevista no plano (LREF, art. 73, IV), os credores terão reconstituídos os direitos e as condições de pagamento originais de seus créditos, e serão habilitados na falência como se não tivessem se submetido a qualquer plano de recuperação judicial, deduzidos, obviamente, eventuais valores já pagos em decorrência deste (LREF, art. 61, §2º)" (CUNHA, Fernando Antonio Maia da; DIAS, Maria Rita Rebello

modo a ter seus efeitos cessados em caso de descumprimento do plano de recuperação judicial no período a que alude o art. 61 da Lei nº 11.101/2005, com o consequente restabelecimento dos créditos em suas condições originais (conforme § 2º do referido art. 61).[37]

Assim, a teor do art. 61 da Lei nº 11.101/2005, o cumprimento do plano deve se verificar durante o período de supervisão de até 2 (dois) anos, durante o qual, em linha de princípio, qualquer descumprimento *substancial* do plano poderá resultar na convolação da recuperação judicial em falência, com o subsequente retorno dos créditos e garantias às condições originalmente previstas. Nesse sentido, a doutrina aponta que a novação recuperacional seria *sui generis*, visto que, entre outros atributos próprios, teria como condição resolutiva o descumprimento do plano no período de fiscalização.[38] Ao fim do

---

Pinho. *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência*: Lei n. 11.101, de 09 de fevereiro de 2005. 2. ed. Avaré: Contracorrente, 2025. p. 491-492. Grifou-se). De maneira similar, Daniel Carnio Costa e Alexandre Nasser de Melo apontam que "a novação recuperacional é sujeita à condição resolutiva, pois se o plano for descumprido e a recuperação for convolada em falência, os créditos retornam ao *statu quo ante*" (COSTA, Daniel Carnio; MELO, Alexandre Nasser de. *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência*: Lei 11.101, de 09 de fevereiro de 2005. 6. ed. Curitiba: Juruá, 2025. p. 435). Ainda a ressaltar que a novação na recuperação judicial tem caráter condicional, v., por todos, CAVALLI, Cássio. *A construção jurisprudencial da recuperação judicial de empresas* [E-book]. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2020. p. 119-120.

37 A esse respeito, v., por todos, TOMAZETTE, Marlon. *Curso de direito empresarial*. Volume 3: falência e recuperação de empresas. 12. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2024. p. 248-249.

38 Assim leciona Manoel de Queiroz Pereira Calças: "Diante de tal norma, entendo que a novação prevista na Lei nº 11.101/2005 acarreta a extinção da obrigação do devedor em recuperação, desde que ele cumpra as obrigações previstas no plano no prazo de supervisão judicial, isto é, as que se vencerem até dois anos a partir da concessão da recuperação. Fica a novação, portanto, subordinada à condição resolutiva, mercê do que, descumprida qualquer obrigação prevista no plano (inadimplido o plano), a nova obrigação nele contraída resolve-se, com a consequente resolução da extinção da obrigação primitiva, surgindo uma obrigação nova, exatamente igual à anteriormente extinta, mas nova" (CALÇAS, Manoel de Queiroz Pereira. Novação recuperacional. *Revista do Advogado*, São Paulo, ano XXIX, n. 105, set. 2009. p. 119-120). V., ainda, CAMINHA, Uinie; MARINHO, Sarah Morganna Matos. A novação na recuperação judicial: análise das peculiaridades da aplicação do instituto de direito civil ao direito falimentar. *Novos Estudos Jurídicos*, v. 18, n. 1, jan./abr. 2013. p. 135-150; SALOMÃO, Luis Felipe; SANTOS, Paulo Penalva. *Recuperação judicial, extrajudicial e falência*: teoria e prática

referido prazo, caso verificado o regular adimplemento do plano, o crédito original será extinto e a novação recuperacional será consolidada; caso contrário (i.e., caso se verifique o descumprimento substancial do plano no período de fiscalização), a novação resolver-se-á.[39]

Diante de tais premissas, uma parcela da comunidade recuperacional passou a sustentar que, se a obrigação principal for regularmente cumprida nos termos do plano de recuperação durante o período de fiscalização, o credor não poderá buscar a satisfação do restante do seu crédito em face dos terceiros garantidores e coobrigados (seja integralmente, seja apenas com base na diferença entre o valor pago na forma do plano e o valor original), considerando-se o efeito novativo já produzido.[40]

[E-book]. 9. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2026. p. 184; e CEREZETTI, Sheila C. Neder. Artigos 55 ao 59 [Verbetes]. *In*: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Coord.). *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas* [E-book]. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021. A ilustrar a aplicação do referido entendimento no plano jurisprudencial, veja-se: "[...] Todavia, a novação operada pelo plano de recuperação fica sujeita a uma condição resolutiva, na medida em que o art. 61 da Lei nº 11.101/05 dispõe que o descumprimento de qualquer obrigação prevista no plano acarretará a convolação da recuperação em falência, com o que os credores terão reconstituídos seus direitos e garantias nas condições originalmente contratadas, deduzidos os valores eventualmente pagos e ressalvados os atos validamente praticados no âmbito da recuperação judicial. [...]" (BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial n. 1.260.301/DF. Relatora: Ministra Nancy Andrighi. Terceira Turma. Julgado em: 14 ago. 2012. *Diário da Justiça Eletrônico*, Brasília, 21 ago. 2012).

39 Nesse contexto, Adriana Maria Cruz Dias de Oliveira sustenta que, em caso de convolação da recuperação judicial em falência, o plano de recuperação deixaria de existir no plano jurídico; sendo assim, uma vez que o crédito novado deixa de existir, a lei prevê que os créditos retornam às suas condições originais (OLIVEIRA, Adriana Maria Cruz Dias de. Novação na recuperação judicial. *In*: CEREZETTI, Sheila Christina Neder; FRANCO, Gustavo Lacerda; MAFFIOLETTI, Emanuelle Urbano (Coord.). *Vinte anos da Lei nº 11.101/2005*: estudos sobre a Lei de Recuperação e Falência. Vol. 1. São Paulo: Quartier Latin, 2026. p. 387-389).

40 Sheila C. Neder Cerezetti apresenta críticas à interpretação de que o coobrigado poderia pagar a totalidade da dívida: "Portanto, a limitação do âmbito subjetivo da novação nas situações em que o coobrigado adimple a dívida em seus termos originais gera efeitos deletérios tanto na hipótese de se reconhecer o direito de regresso perante a devedora pelo valor efetivamente desembolsado, quanto no caso de a ele se aplicarem os termos do plano de recuperação sem que tenha podido participar da negociação sob a recuperação judicial. Note-se que

A esse respeito, faz-se importante mencionar que o TJSP já reconheceu a possibilidade de quitação da dívida pelos coobrigados quando ocorre o pagamento na forma do plano.[41] Dessa forma, o juízo da execução deve ser informado da quitação para a extinção da execução.[42]

---

a crítica ora traçada não beneficiaria, contudo, coobrigados vinculados à devedora. Vale dizer, controladores e aqueles capazes de influenciar a formação da vontade da devedora não precisariam encontrar respaldo nos efeitos da novação decorrente da homologação do plano. Com efeito, a eventual previsão de limitação dos efeitos novativos sobre as obrigações de tais agentes estaria em linha com os propósitos e com a estruturação negocial da recuperação judicial, se bem que permaneceriam as críticas de Manoel Justino Bezerra Filho, no sentido de que uma tal disposição poderia gerar desincentivo ao pedido de recuperação" (CEREZETTI, Sheila C. Neder. Artigos 55 ao 59 [Verbetes]. *In*: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Coord.). *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas* [E-book].São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021). Como já entendeu o TJRJ ao analisar caso que versava sobre a (in)subsistência de garantias hipotecárias: "[...] [*Trecho do voto*] Se o plano recuperatório prevê a novação das dívidas submetidas à recuperação ou revitalização, quer isso dizer que as originais foram automaticamente substituídas pelas condições previstas no referido plano, e que, se este foi cumprido, não há como subsistir a obrigação de pagamento, seja da integralidade, seja de diferença, por parte do coobrigado. [...] 46. Assim, no Direito brasileiro, é intuitivo que, extinta a obrigação principal, seja por qual motivo for, extingue-se o acessório. [...]" (RIO DE JANEIRO. Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro. Agravo de Instrumento n. 0040308-78.2020.8.19.0000. Relator: Desembargador Gilberto Campista Guarino. 14ª Câmara Cível. Julgado em: 11 fev. 2021).

41 Confira-se: "Execução - Contrato de renegociação de operações de crédito, confissão de dívida e instituição de novas garantias - *Demanda julgada extinta diante do reconhecimento da quitação do débito, nos autos da ação de recuperação judicial julgada encerrada* - Alegação do recorrente de que haveria necessidade de realização de perícia contábil nestes autos a fim de se apurar eventual saldo devedor remanescente - Descabimento - *Dívida exequenda declarada quitada nos autos da recuperação judicial, onde já trabalharam perito contábil e administradora judicial, que atestaram que a recuperanda cumpriu integralmente suas obrigações, em conformidade com o plano de recuperação judicial - Extinção pelo pagamento do contrato de empréstimo bancário (considerado principal), cujos acessórios seguem a mesma sorte - Mantida a sentença que reconheceu a quitação também em relação aos devedores solidários, ora executados* - Litigância de má-fé não caracterizada - Recurso desprovido" (SÃO PAULO. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. Apelação Cível n. 0046868-34.2009.8.26.0224. Relator: Desembargador Mendes Pereira. 15ª Câmara de Direito Privado. Julgado em: 21 jul. 2016. Grifou-se).

42 Veja-se: "Exceção de pré-executividade – Execução por quantia certa de título extrajudicial – Pretensão dos excipientes à extinção do processo ou à suspensão – *Excipientes fiadores de pessoa jurídica em recuperação judicial, evocando a novação da obrigação com a aprovação*

Não se trata, contudo, de entendimento unânime. Com efeito, em sentido contrário, existe entendimento na linha de que as execuções em face dos coobrigados devem continuar em relação ao saldo remanescente da dívida originária.[43] Assim já se decidiu no âmbito do TJSP, concluindo-se que, "*uma vez quitado o crédito listado no plano de recuperação judicial, cabe aos devedores solidários informar tal fato ao juízo da execução, para eventuais abatimentos dos valores pagos*".[44]

Diante da ausência de um entendimento consolidado na matéria, os próprios operadores do ambiente recuperacional passaram a desenvolver estratégias direcionadas à adoção de uma das antagônicas linhas de entendimento. No mais das vezes, trata-se de tentativas das devedoras em recuperação de assegurarem, mediante previsões

---

do plano – Inadmissibilidade – Suspensão do art. 6º da Lei n. 11.101/05 apenas em relação à afiançada – Fiador que não goza do benefício de ordem do art. 827 do Código Civil, se a ele renunciou na forma do art. 828 seguinte – Pagamento na execução a ser informado recuperação, para exclusão - *Pagamento na recuperação a ser informado na execução, para a extinção – Interpretação sistemática dos arts. 59, 61 "caput" e §2º, e 49, §1º, da Lei n. 11.101/05* – Súmula n. 581 do Col. STJ – Recurso desprovido" (SÃO PAULO. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. Agravo de Instrumento n. 2249100-76.2018.8.26.0000. Relator: Desembargador Cerqueira Leite. 12ª Câmara de Direito Privado. Julgado em: 12 abr. 2019. Grifou-se).

43 Conforme sustenta Cássio Cavalli, "os credores conservam contra os coobrigados, fiadores e obrigados de regresso as ações para buscar o pagamento da integralidade da dívida ou o de seu saldo remanescente" (CAVALLI, Cássio. *A construção jurisprudencial da recuperação judicial de empresas* [E-book]. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2020. p. 119-120. p. 472). Nesse contexto, Eduardo da Silva Mattos e José Marcelo Martins Proença destacam que "[u]ma solução intermediária fornecida pela doutrina para essa celeuma é a de que o garantidor poderá ser cobrado integralmente pela dívida nos termos originais (i.e., a novação não o atinge), mas será sub-rogado somente até o limite do crédito novado (tanto em valor quanto em condições de pagamento). Assim, afastar-se-ia o regime tradicional da fiança na hipótese da novação recuperacional" (MATTOS, Eduardo da Silva; PROENÇA, José Marcelo Martins. Re*cuperação de empresas*: curso avançado em direitos, economia e finanças. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2023. p. 810).

44 SÃO PAULO. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. Agravo de Instrumento n. 2153048-47.2020.8.26.0000. Relator: Desembargador Sérgio Shimura. 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial. Julgado em: 5 abr. 2021; SÃO PAULO. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. Agravo de Instrumento n. 2092225-34.2025.8.26.0000. Relator: Desembargador Renato Rangel Desinano. 11ª Câmara de Direito Privado. Julgado em: 27 jun. 2025.

nos seus planos, que as garantias (e a responsabilidade dos coobrigados em geral) subsistirão inicialmente sem possibilidade de serem acionadas e virão a ser definitivamente extintas em caso de regular cumprimento do plano durante o período de fiscalização.

Nisso consistiria, em síntese essencial, a *suspensão* – não já *supressão* – da exigibilidade das garantias prestadas por terceiros. Desse modo, os terceiros garantidores e coobrigados, embora não possam ser demandados durante o período de fiscalização, voltariam a sê-lo em caso de descumprimento do plano antes do término do referido período.

A ilustrar a aplicação prática do expediente em comento, vale mencionar o plano de recuperação judicial do Grupo Estre, o qual previu, em sua cláusula 7.2, que, "*com a aprovação deste Plano, a novação das dívidas se estenderá, de maneira incondicional, em relação aos diretores, administradores ou terceiros que figuram como avalistas, fiadores, devedores solidários ou coobrigados de qualquer natureza, isto é, enquanto as Recuperandas estiverem adimplindo o Plano ficará suspensa a exigibilidade dos créditos em face dos avalistas, fiadores, devedores solidários ou coobrigados de qualquer natureza*".[45]

O plano também previu, em sua cláusula 7.6, que os "*pagamentos realizados na forma estabelecida neste Plano acarretarão, de forma automática e independentemente de qualquer formalidade adicional, a quitação plena, irrevogável e irretratável, de todos os Créditos de qualquer tipo e natureza*". A cláusula dispôs, ainda, que essa quitação seria aplicada também em face dos "*avalistas, fiadores, devedores solidários ou coobrigados e garantidores de qualquer natureza*".[46]

---

45 SÃO PAULO. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. Processo n. 1066730-69.2020.8.26.0100. 1ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais. Plano juntado às fls. 15.474-15.596.

46 SÃO PAULO. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. Processo n. 1066730-69.2020.8.26.0100. 1ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais. Plano de recuperação judicial juntado às fls. 15.474-15.596.

O plano de recuperação foi homologado e a referida disposição foi considerada válida pelo juízo da 1ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais do TJSP, nos seguintes termos: "*considerando que as cláusulas do Plano preveem apenas a suspensão das garantias enquanto as Recuperandas estiverem adimplindo o Plano, ou seja, não houve a extinção das garantias, é possível a aprovação destas cláusulas na medida em que se considera ter havido estrita observância do art. 49, § 1º, da Lei 11.101/2005. O direito de persecução do crédito contra coobrigados não pode ser extinto por deliberação contrário a texto legal expresso*".[47]

Em sentido similar, o plano de recuperação judicial do Grupo Ecovix previa a suspensão "*da exigibilidade dos créditos contra coobrigados, garantidores, avalistas e fiadores*".[48] O plano foi homologado pelo juízo de primeiro grau, o qual reconheceu a ausência de irregularidades, inclusive quanto à referida cláusula.[49]

---

47 SÃO PAULO. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. Processo n. 1066730-69.2020.8.26.0100. Juiz: João de Oliveira Rodrigues Filho. 1ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais. Decisão em: 12 jul. 2021; SÃO PAULO. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. Agravo de Instrumento n. 2230472-34.2021.8.26.0000. Relator: Desembargador J. B. Franco de Godoi. 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial. Julgado em: 30 mar. 2022.

48 Confira-se o teor da cláusula: "9.2 Extinção de processos judiciais ou arbitrais. Com a Homologação Judicial do Plano, todas as execuções judiciais decorrentes de Créditos Sujeitos ao Plano em curso contra o Grupo Ecovix serão extintas, e as penhoras e constrições existentes serão liberadas. 9.2.1 Garantias, Coobrigados e Garantidores. *Com a Homologação Judicial do Plano, com exceção das garantias estabelecidas para as Debêntures, as demais serão mantidas e a sua exigibilidade será suspensa. Serão igualmente suspensas* (i) *a exigibilidade dos créditos contra coobrigados, garantidores, avalistas e fiadores*; (ii) as eventuais demandas em curso; e (iii) o prazo prescricional relativos às demandas (não ajuizadas ou em curso), até a retomada da exigibilidade ou extinção na forma da Cláusula. 9.2.1.1. *Se houver descumprimento do Plano e/ou vencimento e/ou inadimplemento de obrigações pecuniárias relacionadas aos Créditos, os Créditos e garantias mencionados na presente cláusula poderão voltar a ser exigidos*" (RIO GRANDE DO SUL. Tribunal de Justiça do Estado do Rio Grande do Sul. Processo n. 5000021-98.2016.8.21.0023. Juíza: Fabiana Gaier Baldino. 2ª Vara Cível da Comarca de Rio Grande. Plano de recuperação judicial apresentado em: 22 fev. 2018. Grifou-se).

49 Confira-se trecho da decisão: "Por outro lado, quanto às garantias fidejussórias, verifico que a cláusula 9.2.1 não prevê a supressão, mas a suspensão, bem como que apenas serão resolvidas na data do resgate das debêntures ou pagamento dos credores, razão pela qual não existe

Em sede recursal, o Tribunal de Justiça do Estado do Rio Grande do Sul ("TJRS") inicialmente aplicou o entendimento geral relativo à supressão de garantias, concluindo no sentido de que a cláusula do plano seria aplicável apenas aos credores que expressamente a aprovaram.[50] Na sequência, os embargos de declaração opostos pela Recuperanda foram acolhidos, com efeitos infringentes, para se reconhecer a validade da cláusula em comento, considerando "*permissivo legal a possibilitar a deliberação sobre a matéria em análise pela Assembleia Geral de Credores*", bem como "*a aprovação do plano de recuperação judicial, de forma maciça inclusive, o que implica na vinculação de todos os credores – inclusive aqueles que votaram desfavoravelmente*".[51]

---

violação ao § 1º do artigo 49 da Lei nº 11.101/2005. () Nada obstante, *não há vedação legal para que a supressão destas garantias seja prevista no Plano de Recuperação. A lei também não exige expressa autorização do credor para que as garantias fidejussórias sejam suprimidas (ao contrário do que ocorre com as garantias reais). Dessa forma, uma vez prevista no plano e, tendo este sido aprovado pela Assembleia Geral de Credores, não há ilegalidade alguma em eventual supressão das garantias. Menos ainda na mera suspensão de exigibilidade.* ()" (RIO GRANDE DO SUL. Tribunal de Justiça do Estado do Rio Grande do Sul. Processo n. 5000021-98.2016.8.21.0023. Juíza: Fabiana Gaier Baldino. 2ª Vara Cível da Comarca de Rio Grande. Decisão em: 17 ago. 2018. Grifou-se).

50 "[...] *Cláusula que determina a suspensão da execução das garantias em face de terceiros garantidores ou coobrigados. Ineficácia da previsão contida na cláusula 9.2.1 do plano de recuperação judicial. Aplicação do artigo 49, §1º, da Lei 11.101/05. Súmula 581 do STJ. REsp 1.333.349/SP, submetido ao rito dos julgamentos repetitivos.* À unanimidade, rejeitadas as preliminares, deram provimento ao agravo de instrumento. [*Trecho do voto*] Destarte, inobstante à soberania da deliberação da Assembleia Geral de Credores, o Poder Judiciário, a partir do controle de legalidade previsto na lei de regência, não pode chancelar disposições contrárias à lei, motivo pelo qual torno sem efeito a previsão da cláusula em debate quanto à suspensão da execução das garantias em face dos coobrigados e codevedores em geral. Feitas estas anotações, encaminho voto no sentido de, rejeitadas as questões preliminares, dar provimento ao agravo de instrumento, declarando ineficaz a determinação de suspensão da execução das garantias em face dos coobrigados e codevedores em geral prevista na Cláusula 9.2.1" (RIO GRANDE DO SUL. Tribunal de Justiça do Estado do Rio Grande do Sul. Agravo de Instrumento n. 70079071023. Relator: Desembargador Luís Augusto Coelho Braga. 6ª Câmara Cível. Julgado em: 25 abr. 2019. Grifou-se).

51 RIO GRANDE DO SUL. Tribunal de Justiça do Estado do Rio Grande do Sul. Embargos de Declaração n. 70081480345. Relator: Desembargador Luís Augusto Coelho Braga. 6ª Câmara Cível. Julgado em: 30 jul. 2020.

O caso chegou, então, ao STJ, tendo restado vencido o Relator original, Ministro Moura Ribeiro. Segundo seu voto, não caberia a aplicação dos fundamentos da decisão do supramencionado REsp nº 1.794.209/SP, pois a disposição da cláusula apresentar-se-ia compatível com a Lei nº 11.101/2005, uma vez que, enquanto não verificado o inadimplemento da dívida principal, não se justificaria o acionamento da garantia prestada, ainda mais considerando a aprovação da disposição em assembleia.

Apesar dos argumentos apresentados, veio a restar vencedor o voto do Min. Ricardo Villas Bôas Cueva, que, pautando-se no entendimento geral prevalente da Corte, concluiu que a cláusula de suspensão da exigibilidade das garantias "é legítima e oponível apenas aos credores que aprovaram a recuperação sem nenhuma ressalva, não sendo eficaz em relação aos credores ausentes da assembleia geral, aos que se abstiveram de votar ou se posicionaram contra tal disposição".[52] Contra o acórdão foi interposto recurso que subiu ao Su-

---

52 Veja-se a ementa do acórdão: "Recurso Especial. Empresarial. Recuperação judicial. Plano de recuperação. Garantias. Suspensão. Consentimento. Credor titular. Necessidade. 1. A questão controvertida resume-se a definir se a cláusula do plano de recuperação judicial que prevê a suspensão da exigibilidade das garantias tem eficácia, obrigando a todos os credores. 2. Com a suspensão das garantias, busca-se impedir os credores de exercerem seus direitos e privilégios contra os coobrigados após a aprovação do plano de recuperação judicial, o que resulta na extensão da novação para além das empresas em recuperação. 3. *A cláusula que prevê a suspensão das garantias, assim como a que prevê a supressão das garantias, é legítima e oponível apenas aos credores que aprovaram a recuperação sem nenhuma ressalva, não sendo eficaz em relação aos credores ausentes da assembleia geral, aos que se abstiveram de votar ou se posicionaram contra tal disposição*. 4. *A anuência do titular da garantia é indispensável na hipótese em que o plano de recuperação judicial prevê a sua supressão, suspensão ou substituição*. 5. Recurso especial provido" (BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial n. 2.059.464/RS. Relator originário: Ministro Moura Ribeiro. Relator para o acórdão: Ministro Ricardo Villas Bôas Cueva. Terceira Turma. Julgado em: 17 out. 2023. *Diário da Justiça Eletrônico*, Brasília, DF, 14 nov. 2023. Disponível em: Superior Tribunal de Justiça. Acesso em: 1º jul. 2026. Grifou-se). O acórdão foi mantido em sede de embargos de declaração (BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Embargos de Declaração no Recurso Especial n. 2.059.464/RS. Relator originário: Ministro Moura Ribeiro. Relator para o acórdão: Ministro Ricardo Villas Bôas Cueva. Terceira Turma. Julgado em: 14 maio 2024. *Diário da Justiça Eletrônico*, Brasília, DF, 24 maio 2024. Disponível em: Superior Tribunal de Justiça. Acesso em: 1º jul. 2026). Esse entendimento quanto a impossibilidade de suspensão das garantias também pode ser verificada em decisões

premo Tribunal Federal ("STF") como ARE nº 1.520.851/RS, tendo a Corte Suprema entendido que não haveria matéria constitucional, negando seguimento ao Agravo em Recurso Extraordinário.[53]

Paralelamente à discussão relatada, tem-se que, nos autos principais, apesar do cumprimento do plano original, em 2021, o Grupo Ecovix apresentou aditivo ao plano, o qual, após ser deliberado em sucessivas assembleias suspensas, passou por alterações no seu conteúdo, tendo sua versão final sido apresentada em 19.03.2023. Também o aditivo ao plano de recuperação judicial, já alinhado ao cenário econômico pós-pandêmico, previu, na cláusula 8.3.2, a suspensão "[d]os efeitos das garantias prestadas enquanto cumpridas as obrigações contidas no Plano Original e no Aditivo ao Plano, inclusive os avais e fianças prestados pelos coobrigados das Recuperandas, sob pena de se inviabilizar o adimplemento das obrigações ora acordadas".[54] O aditivo ao plano foi homologado pelo juízo de primeira instância em 09.03.2023, sob o fundamento de que foram preenchidos todos os requisitos legais.[55]

Contra tal decisão foram interpostos novos agravos de instru-

---

recentes do STJ, tais como: (i) BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial n. 2.071.930/SP. Relator: Ministro Ricardo Villas Bôas Cueva. Terceira Turma. Julgado em: 2 mar. 2026. *Diário da Justiça Eletrônico*, Brasília, DF, 5 mar. 2026; (ii) BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial n. 1.867.550/SP. Relator: Ministro Ricardo Villas Bôas Cueva. Terceira Turma. Julgado em: 23 jun. 2025. *Diário da Justiça Eletrônico*, Brasília, DF, 26 jun. 2025; (iii) BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Agravo Interno no Recurso Especial n. 1.940.442/AC. Relator: Ministro Raul Araújo. Quarta Turma. Julgado em: 4 nov. 2024. *Diário da Justiça Eletrônico*, Brasília, DF, 29 nov. 2024.

53 BRASIL. Supremo Tribunal Federal. Agravo em Recurso Extraordinário n. 1.520.851/RS. Relator: Ministro Alexandre de Moraes. Decisão monocrática em: 25 nov. 2024. *Diário da Justiça Eletrônico*, Brasília, DF, 26 nov. 2024.

54 RIO GRANDE DO SUL. Tribunal de Justiça do Estado do Rio Grande do Sul. Processo n. 5000021-98.2016.8.21.0023. Juíza: Fabiana Gaier Baldino. 2ª Vara Cível da Comarca de Rio Grande. Petição no evento 1035, em: 19 jan. 2023.

55 RIO GRANDE DO SUL. Tribunal de Justiça do Estado do Rio Grande do Sul. Processo n. 5000021-98.2016.8.21.0023. Juíza: Fabiana Gaier Baldino. 2ª Vara Cível da Comarca de Rio Grande. Decisão no evento 1080, em: 9 mar. 2023.

mento. O TJRS entendeu, mesmo após o julgamento do STJ, que "as garantias dadas por terceiros devem ficar sem exigibilidade enquanto cumprido o plano de recuperação judicial, de forma que os bens não devem ser excutidos".[56] O tema subiu novamente ao STJ, mas ainda aguarda julgamento de mérito.[57] Entretanto, em alguns dos recursos,[58] foi determinado "o retorno dos autos ao TJRS para que julgue novamente os embargos de declaração apresentados, com suprimento das omissões",[59] ainda pendente o novo julgamento até a conclusão deste estudo.

À luz do estágio atual das discussões sobre o tema, vislumbram-se perspectivas tendencialmente mais seguras – ainda que certamente não pacíficas – para que o devedor em recuperação sustente a legitimidade de se prever no plano uma cláusula que estabeleça a suspensão (ao invés da supressão) da exigibilidade dos créditos em face dos coobrigados enquanto o devedor em recuperação estiver cumprindo o plano. Tal ordem de disposição tende a encontrar maior resistência caso, para além da mera suspensão em caso de regular cumprimento do plano no período de fiscalização, estipule-se a exoneração definitiva das garantias prestadas por terceiros (sem a possibilidade de prosseguimento das execuções pelo "saldo" em aberto,

---

56 RIO GRANDE DO SUL. Tribunal de Justiça do Estado do Rio Grande do Sul. Agravo de Instrumento n. 5350381-38.2023.8.21.7000; Agravo de Instrumento n. 5069786-36.2023.8.21.7000; Agravo de Instrumento n. 5372280-92.2023.8.21.7000; Agravo de Instrumento n. 5372282-62.2023.8.21.7000; Agravo de Instrumento n. 5376908-27.2023.8.21.7000. Relator: Desembargador Gelson Rolim Stocker. 6ª Câmara Cível. Julgados em: 29 ago. 2024.

57 Inicialmente, parte dos recursos não foi conhecida pela Corte Superior. Em alguns deles já foi certificado o trânsito em julgado (AREsp nº 3.017.292/RS; AREsp nº 3.018.394/RS). Outros ainda seguem em andamento (AREsp nº 2.994.362/RS; AREsp nº 2.976.142/RS).

58 AREsp nº 2.996.160/RS e AREsp nº 2.996.160/RS – referentes, respectivamente aos AI's nº 5372280-92.2023.8.21.7000 e 5372282-62.2023.8.21.7000.

59 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Agravo em Recurso Especial n. 2.996.160/RS. Relator: Ministro Moura Ribeiro. Terceira Turma. Julgado em: 14 out. 2025. *Diário da Justiça Eletrônico*, Brasília, DF, 16 out. 2025; e BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Agravo em Recurso Especial n. 2.996.160/RS. Relator: Ministro Moura Ribeiro. Terceira Turma. Julgado em: 15 out. 2025. *Diário da Justiça Eletrônico*, Brasília, DF, 16 out. 2025.

portanto) para a hipótese de se concluir o referido período sem inadimplemento da recuperanda.

3. Cotejo com a *nonconsensual third-party release*: o paradigmático julgamento do caso Purdue Pharma pela Suprema Corte dos Estados Unidos da América.

Na experiência norte-americana, as empresas em crise podem se valer das disposições do *Chapter 11* do *Bankruptcy Code*[60] para reestruturar seu passivo em um plano de reorganização. Assim como no Brasil, há controvérsia sobre a possibilidade de os coobrigados se exonerarem por meio de previsão do plano de reestruturação – expediente lá conhecido como "*third-party release*"[61] ("exoneração de terceiro" ou "liberação de terceiro", em tradução livre).[62] Tal liberação do terceiro pode contar com a aprovação dos credores ("*consensual third-party release*") ou, ao revés, ser não consensual, i.e., não contar com a aprovação dos credores ("*nonconsensual third-party release*")[63]. Relata-se que tradicionalmente a maioria dos Tribunais autori-

---

60 O "Bankruptcy Code", correspondente ao Title 11 do U.S. Code, consiste no arcabouço legal geral da matéria equiparável aos termos da falência e da recuperação judicial na legislação brasileira. As principais disposições quanto ao tema correspondente ao da recuperação judicial encontram-se situadas no *Chapter 11* do *Bankruptcy Code* (ou seja, no *Chapter 11* do *Title 11* do *U.S. Code*).

61 V., por todos, COOK, David J. The magic of third-party release in a confirmed plan: co-defendants, guarantors and other parties may be preparing to discharge their personal liability. *Commercial Law World*, v. 29, n. 1, 2014. p. 15.

62 Sobre o conceito, Cássio Cavalli elucida que "[a]s liberações de terceiros (*third-party releases*) são a (i) extinção de créditos titularizados por terceiros que não o devedor (ii) contra terceiros que não o devedor, (iii) de créditos anteriores ou contemporâneos à recuperação judicial, (iv) com o propósito de incentivar não devedores a transigir, apoiar o plano, aportar recursos ou contribuir para a reorganização" (CAVALLI, Cássio. *A construção jurisprudencial da recuperação judicial de empresas* [E-book]. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2020. p. 119-120. p. 482).

63 COCO, Dorothy. Third-Party Bankruptcy Releases: An Analysis of Consent Through the

zava a liberação *consensual*,[64] ao passo que a liberação não consensual de terceiros constituía objeto de acentuada controvérsia.[65]

Algumas disposições relevantes estão situadas antes mesmo do referido capítulo específico dedicado à reestruturação. Assim, segundo o § 524(e)[66] do *Chapter 5* do *Bankruptcy Code*, a responsabilidade de terceiros não é afastada pela quitação garantida ao devedor pelo plano de reorganização. Por outro lado, o § 105(a)[67] do *Chapter*

Lenses of Due Process and Contract Law. *Fordham Law Review*, v. 88, 2019.

64 V., por todos, SILVERSTEIN, Joshua M. Hiding in plain view: a neglected Supreme Court decision resolved the debate over non-debtor releases in Chapter 11 reorganizations. *Emory Bankruptcy Developments Journal*, Atlanta, v. 13, 2006. p. 23.

65 BECK, David A. A billion can't always buy you a third-party release. In: *American Bankruptcy Institute Journal*, v. 38, 2019, p. 26. As diferentes abordagens sobre a aprovação das *non consensual third-party releases* também podem ser observadas em REYNOLDS, Henry. Third-party bankruptcy releases and the separation of powers: a stern look. In: *Emory Bankruptcy Developments Journal*, v. 40, I, 2024, p. 125-126. Na doutrina nacional, aponta Flavio Galdino: "Sobre o controvertido tema da liberação coativa de terceiros garantidores no ambiente da insolvência, o 5º e o 10º Circuitos rejeitam a liberação, considerando que a lei veda expressamente essa possibilidade. Por outro lado, o 2º, o 3º, o 4º, o 6º, o 7º e o 11º Circuitos entendem que a lei outorga ao juiz o poder de liberar terceiros garantidores (nos termos do plano aprovado), o que poderá ser determinado à luz das circunstâncias de cada caso concreto" (GALDINO, Flavio. A liberação de garantias/garantidores na insolvência brasileira e o caso Purdue. Algo a aprender com o debate atual no direito estadunidense? *In*: PEREIRA, Guilherme Setoguti J.; CUEVA, Ricardo Villas Bôas (Coord.). *Direito societário, recuperação judicial e falência na jurisprudência do STJ*. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2024. p. 99).

66 *In verbis*: "§ 524. [] (e) *Except as provided in subsection (a)(3) of this section, discharge of a debt of the debtor does not affect the liability of any other entity on, or the property of any other entity for, such debt*". Em tradução livre: "Exceto conforme previsto na subseção (a)(3) desta seção, a quitação de uma dívida do devedor não afeta a responsabilidade de qualquer outra entidade ou a propriedade de qualquer outra entidade em relação a essa dívida".

67 *In verbis*: "§ 105. [] (a) *The court may issue any order, process, or judgment that is necessary or appropriate to carry out the provisions of this title. No provision of this title providing for the raising of an issue by a party in interest shall be construed to preclude the court from, sua sponte, taking any action or making any determination necessary or appropriate to enforce or implement court orders or rules, or to prevent an abuse of process*". Em tradução livre: "O tribunal poderá emitir qualquer ordem, processo ou sentença que seja necessário ou apropriado para cumprir as disposições deste título. Nenhuma disposição deste título que preveja o levantamento de uma questão por uma parte interessada deverá ser interpretada de forma a impedir

1 do *Bankruptcy Code* prevê amplos poderes aos juízes especializados para proferir as decisões que sejam necessárias à concretização das previsões do *Bankruptcy Code*.

Esse brevíssimo panorama propicia que se adentre na análise da "*nonconsensual third-party release*". Aponta-se que, ao longo dos anos, ainda que existisse controvérsia entre as diversas Circuit Courts of Appeals[68] *e que a legitimidade da liberação dependesse de uma análise casuística, observava-se como principal requisito para a liberação a contribuição financeira dos terceiros garantidores ao soerguimento do devedor.*[69]

---

que o tribunal, de ofício, adote qualquer medida ou faça qualquer determinação necessária ou apropriada para executar ou implementar ordens ou regras do tribunal, ou para evitar um abuso do processo".

68 A propósito, veja-se o relato fornecido por Cássio Cavalli: "Na jurisprudência estadunidense, disputa-se a liberação de terceiros. A corrente minoritária é firmada pelos Quinto, Nono e Décimo Circuitos, os quais proíbem liberação não consentida com base na Seção 524(e) do Bankruptcy Code. Lê-se na Seção 524(e) que 'a extinção da dívida do devedor não afeta a responsabilidade de qualquer outra entidade por essa dívida, nem os bens de qualquer outra entidade a ela vinculados.' Note-se que este dispositivo corresponde ao art. 49, § 1º, da LRF. Referido dispositivo conteria proibição de liberação não consentida de terceiros, a qual não pode ser contornada pelos poderes equitativos assegurados ao juízo recuperacional pela Seção 105 do Bankruptcy Code. Por sua vez, a corrente majoritária, seguida pelos Segundo, Terceiro, Quarto, Sexto, Sétimo e Décimo Primeiro Circuitos, é no sentido de que a liberação não consentida deve ser admitida excepcionalmente, contanto que preenchidos rigorosos requisitos" (CAVALLI, Cássio. A construção jurisprudencial da recuperação judicial de empresas [E-book]. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2020. p. 482).

69 Em relação aos requisitos então adotados pela jurisprudência estadunidense majoritária para a legitimidade da liberação das garantias de terceiro, cabe destacar esquematização elaborada por Cássio Cavalli: "Com base em In re Dow Corning, a jurisprudência majoritária sistematizou um conjunto de testes para determinar se a liberação de terceiro pode ser homologada pelo juízo recuperacional, o qual serve de precedente para outros julgados. Assim, (i) deve haver identidade de interesses entre o devedor e o terceiro liberado, como ocorre em ações indenizatórias, nas quais a ação contra o terceiro substancialmente equivale a uma ação contra o devedor ou acarreta o esvaziamento do patrimônio do devedor; (ii) o terceiro liberado deve realizar contribuição substancial de ativos, equivalente à obrigação liberada, para tornar economicamente viável o plano; (iii) a liberação deve ser essencial para a recuperação, no sentido de que a recuperação do devedor dependa da liberação de terceiros, a fim de evitar ações regressivas ou equivalentes contra o devedor; (iv) o plano deve ser aprovado por ampla maioria na classe de credores impactada pela liberação de terceiros; (v) deve haver previsão no plano

A matéria atinente à liberação de terceiros garantidores sem o consentimento dos credores viria a ganhar novos contornos com a admissão do caso *Harrington v. Purdue Pharma* (ou, sinteticamente, "caso Purdue Pharma") para julgamento pela Suprema Corte dos Estados Unidos da América. Cumpre, portanto, destacar alguns dos principais aspectos atinentes à matéria e ao respectivo trâmite processual.

Conforme amplamente noticiado, a Purdue Pharma ("Purdue") ficou conhecida por gerar uma crise de saúde pública de grandes proporções em razão das estratégias usadas a fim de popularizar seu analgésico à base de opioides – o analgésico OxyContin, apontado como causador de séria dependência química nos pacientes.[70]

---

de mecanismo para pagar todos, ou substancialmente todos, os credores das classes afetadas; (vi) o plano deve oportunizar a recuperação integral dos créditos aos credores que optarem por não transigir; (vii) as obrigações liberadas devem ser discriminadas, não se admitindo cláusula genérica de liberação de terceiros; e (viii) a decisão de homologação deve conter detalhada fundamentação acerca dos elementos fáticos que sustentam a conclusão pela homologação do plano. Desses requisitos, o mais relevante é a contribuição do terceiro liberado para assegurar a viabilidade do plano, o que sugere a necessidade de refletir-se, no direito brasileiro, sobre o entendimento segundo o qual as cortes não devem analisar aspectos econômicos do plano. Afinal, a análise de aspectos econômicos também é relevante para se tutelar direitos" (CAVALLI, Cássio. A construção jurisprudencial da recuperação judicial de empresas [E-book]. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2020. p. 483-484). Vejam-se, ainda, os apontamentos de Pedro Rebello Bortolini: "Muito resumidamente, as cortes norte-americanas têm deferido a extensão da automatic stay a terceiros em duas situações: (1) quando o devedor e o terceiro guardam tamanha identidade de interesses que a ação contra o terceiro é, essencialmente, uma ação contra o próprio devedor, ou (ii) quando a ação contra o terceiro terá impacto adverso na capacidade do devedor de realizar a sua própria reorganização. Determinada com fundamento nos poderes de equidade conferidos ao juízo falimentar pela Seção 105(a) do Bankruptcy Code, essa extensão geralmente depende da demonstração cumulativa de que: (i) haverá prejuízo irreparável à reorganização do devedor se as execuções contra os codevedores ou garantidores prosseguirem; (ii) existe uma boa chance de sucesso da reorganização, ameaçada por tais execuções; e (iii) não haverá (ou será mínimo) o prejuízo causado aos credores se tais processos permanecerem suspensos" (BORTOLINI, Pedro Rebello. Nadando contra a corrente: em defesa da suspensão das execuções contra os fiadores do devedor em recuperação judicial. In: CUNHA, Fernando Antônio Maia da; LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio (Coord.). *Direito empresarial aplicado*: vol. 4. São Paulo: Contracorrente, 2024. p. 770-772).

70 A propósito, v. (i) BBC. In numbers: Sackler family, Purdue Pharma and the US opioid crisis. *BBC*, 12.09.2021; (ii) PITCHURE, Autumn. Battle against opioid crisis: Families confront Purdue Pharma over controversial bankruptcy plan. *News Channel 3*, 04.12.2023. (iii) HAMBY, Chris.

Após ser alvo de milhares de processos judiciais, em 2019 o grupo da Purdue[71] apresentou um pedido de reestruturação (fundado no *Chapter 11* do *Bankruptcy Code*) para tentar proteger seu patrimônio contra os litígios. Nesse período, estima-se que a Purdue e membros da família Sackler[72] (fundadores e importantes membros da diretoria da empresa)[73] eram arguidos em cerca de 3.400 (três mil e quatrocentos) processos judiciais contra a empresa e a família Sackler. Além

---

Giant Companies Took Secret Payments to Allow Free Flow of Opioids. *The New York Times*, 17.12.2024; entre outros.

71 De acordo com o processo 22-110-bk (L) que tramitava na *Second Circuit Court of Appeals*, o grupo que apresentou o pedido de reestruturação é formado pelas seguintes entidades: (i) Purdue Pharma L.P.; (ii) Purdue Pharma Inc; (iii) Purdue Transdermal Technologies L.P.; (iv) Purdue Pharma Manufacturing L.P.; (v) Purdue Pharmaceuticals L.P.; (vi) Imbrium Therapeutics L.P.; (vii) Adlon Therapeutics L.P.; (viii) Greenfield BioVentures L.P.; (ix) Seven Seas Hill Corp.; (x) Ophir Green Corp.; (xi) Purdue Pharma of Puerto Rico; (xii) Avrio Health L.P.; (xiii) Purdue Pharmaceutical Products L.P.; (xiv) Purdue Neuroscience Company; (xv) Nayatt Cove Lifescience Inc.; (xvi) Button Land L.P.; (xvii) Rhodes Associates L.P.; (xviii) Paul Land Inc., Quidnick Land L.P.; (xix) Rhodes Pharmaceuticals L.P.; (xx) Rhodes Technologies; (xxi) UDF LP; (xxii) SVC Pharma LP; e (xxiii) SVC Pharma Inc.

72 A família é considerada uma das mais poderosas e influentes dos Estados Unidos da América e nos últimos anos tem sido apontada como a principal responsável pela crise de opioides, como se depreende de: (i) LIMA, Lioman. Quem é a família de bilionários acusada de se beneficiar da crise de drogas nos EUA. *BBC News Brasil*, 01.11.2017; (ii) MANN, Brian. In the rise and fall of the Sacklers' opioid empire, an american dream turns toxic. *NPR*, 08.04.2021; (iii) WALTERS, Joanna. "An evil family": Sacklers condemned as they refuse to apologize for role in opioid crisis. *The Gardian*, 17.12.2020; entre outros.

73 De acordo com o relatório da decisão da *2nd Circuit Court*: "The Sackler brothers, including Mortimer and Raymond Sackler, purchased Purdue, a privately held pharmaceutical company, in the 1950s. Members of the Sackler family held various director and officer positions throughout the company and, from approximately 1993 to 2018, Purdue's Board of Directors contained at least six members of the Sackler family. Beyond the board, Sackler family members held other positions of influence in the company. ()" (*In re Purdue Pharma, Inc.*, No. 22-110-bk(L) (2d Cir. May 30, 2023), p. 14). Em livre tradução: "Os irmãos Sackler, incluindo Mortimer e Raymond Sackler, fizeram a aquisição da Purdue, uma empresa farmacêutica de capital fechado, na década de 1950. Os membros da família Sackler ocuparam vários cargos nas funções de diretores e executivos em toda a empresa e, aproximadamente entre 1993 e 2018, o Conselho de Administração da Purdue continha pelo menos seis membros da família Sackler. Além da diretoria, os membros da família Sackler ocupavam outros cargos de influência na empresa. [...]".

disso, em função do pedido de reestruturação, os credores apresentaram mais de 618.000 (seiscentos e dezoito mil) habilitações de crédito, totalizando mais de 2 (dois) trilhões de dólares estadunidenses (USD 2 trilhões).[74]

Nesse contexto, aventou-se um arranjo negocial por meio do qual os membros da família Sackler contribuiriam com mais de 4 (quatro) bilhões de dólares estadunidenses (USD 4 bilhões) para financiar o plano de reestruturação, sob a condição de serem liberados de suas garantias e responsabilidades, por meio do procedimento de "*third-party release*".[75] O acordo significaria também que os membros da família não teriam de admitir qualquer culpa ou ilicitude relacionada com as alegações de que os Sackler teriam sido cúmplices na comercialização agressiva do OxyContin e na minimização, perante o público, de suas propriedades altamente viciantes.[76]

Após uma série de negociações, em setembro de 2021, o plano foi homologado pelo Tribunal de primeira instância (*Bankruptcy Court*),[77] apesar das objeções do *U.S. Trustee*,[78] bem como de oito

---

74 THOMSON REUTERS. Practical Law Bankruptcy & Restructuring. In re Purdue Pharma: Second Circuit holds that Bankruptcy Code permits non-consensual third-party releases, reversing US District Court for SDNY. *Thomson Reuters Practical Law*, 12 jun. 2023.

75 Assim relata DELOUYA, Samantha. From the Boy Scouts to the Catholic Church, an upcoming Supreme Court ruling may mean some victims won't see their day in court. *CNN*, 7 dez. 2023.

76 *Ibidem.*

77 *In re Purdue Pharma, L.P.*, 633 B.R. 53 (Bankr. S.D.N.Y. 2021).

78 Veja-se a definição fornecida pelo Departamento de Justiça dos EUA: "*The United States Trustee Program is a litigating component of the Department of Justice whose mission is to promote the integrity and efficiency of the bankruptcy system for the benefit of all stakeholders – debtors, creditors and the public. Often described as the 'watchdog of the bankruptcy system,' the USTP acts to prevent fraud, dishonesty, and overreaching in the bankruptcy system*" (U.S. Department of Justice. About the United States Trustee Program. Disponível em: https://www.justice.gov/ust/about-program). Em tradução livre: "O *United States Trustee Program* é um órgão litigante do Departamento de Justiça cuja missão é promover a integridade e a eficiência do sistema de falências, em benefício de todas as partes interessadas – devedores, credores e o público em geral. Frequentemente descrito como o 'fiscal do sistema de falências',

Estados (California, Connecticut, Delaware, Maryland, Oregon, Rhode Island, Vermont e Washington) do Distrito de Colúmbia, entidades canadenses e outros recorrentes atuando em causa própria, que interpuseram recursos em face da decisão.[79] No entanto, em dezembro do mesmo ano, a *US District Court for the Southern District of New York* reverteu a confirmação do plano,[80] decidindo que as liberações de terceiros não eram autorizadas pelo *Bankruptcy Code*.

Em fevereiro de 2022, os Sackler concordaram em acrescentar mais USD 1,6 bilhão ao acordo do plano original (USD 4,3 bilhões) do *Chapter 11* da Purdue (totalizando cerca de USD 6 bilhões).[81] En-

---

o *USTP* atua para prevenir fraudes, desonestidade e abusos no âmbito do sistema de insolvência".

79 California Lawyers Association. In re Purdue Pharma, L.P., 2021 U.S. Dist. LEXIS 242236 (S.D.N.Y. 2021) ("Purdue 2"). Disponível em: https://calawyers.org/business-law/ilc-e-bulletin-in-re-purdue-pharma-l-p-2021-u-s-dist-lexis-242236-s-d-n-y-2021-purdue-2/.

80 "*For the foregoing reasons, the Bankruptcy Court's Confirmation Order and related Advance Order must be vacated. This decision leaves on the table a number of critically important issues that were briefed and arg ued on appeal principal among them, whether the Section 10.7 Shareholder Release can or should be approved on the peculiar facts of this case, assuming all the other legal challenges to their validity were resolved in Debtors' favor. But sufficient unto the day. This and the other issues raised by the parties can be addressed if they need to be addressed - which is to say, if this ruling is reversed. This constitutes the decision and order of the court*" (*In re Purdue Pharma, L.P.*, 2021 U.S. Dist. LEXIS 242236 (S.D.N.Y. 2021)). Em tradução livre: "Pelas razões expostas, a *Confirmation Order* do Tribunal de Falências e a correspondente *Advance Order* devem ser cassadas. Esta decisão deixa em aberto uma série de questões de grande relevância que foram devidamente suscitadas e debatidas em sede recursal, sendo a principal delas se a *Section 10.7 Shareholder Release* pode ou deve ser aprovada diante das particularidades deste caso, caso todas as demais impugnações jurídicas à sua validade fossem resolvidas em favor dos Devedores. Mas basta por ora. Essa e as demais questões suscitadas pelas partes poderão ser analisadas, se necessário – isto é, caso esta decisão venha a ser reformada. Esta decisão constitui o pronunciamento e a ordem do tribunal".

81 Conforme apontado por David H. Conaway: "*Purdue Pharma submitted a Chapter 11 plan of reorganization which included a proposed settlement that channeled opioid victims' claims into a trust to be funded by a $6 billion payment (up from the original $4.3 billion proposal) from the Sackler family who founded Purdue Pharma. In exchange for the payment, the Sackler family would be released from all liability regarding opioid claims*" (CONAWAY, David H. After Purdue Pharma: The future of third-party releases in U.S. In: *Eurofenix,* winter 2024/2025. p. 36). Em tradução livre: "A Purdue Pharma apresentou um plano de reorganização sob o Capí-

quanto aguardavam-se as deliberações da *2nd Circuit Court* sobre o litígio, um mediador nomeado pela Corte explorou um possível acordo global entre a Purdue e as partes que se opunham ao plano. Como resultado destas negociações, muitos credores concordaram com os termos do plano revisto, refletindo no aumento da contribuição financeira da família Sackler.[82]

Em maio de 2023, a *2nd Circuit Court* reverteu a decisão anterior e validou o plano.[83] Segundo a decisão da corte de apelação, "*as liberações não consensuais de terceiros de créditos diretos são legalmente permitidas sob o* 11 U.S.C. *§§ 105(a) e 1123(b)(6) do* Bankruptcy Code*".*[84] Assim, asseverou-se que "*a jurisprudência deste Tribunal também permite a liberação não consensual de créditos de terceiros em circunstâncias específicas, como as apresentadas no presente recurso*".[85]

---

tulo 11 que incluía um acordo proposto pelo qual os créditos das vítimas de opioides seriam canalizados para um trust, a ser financiado por um pagamento de US$ 6 bilhões (em relação à proposta original de US$ 4,3 bilhões) pela família Sackler, fundadora da Purdue Pharma. Em contrapartida a esse pagamento, a família Sackler seria liberada de toda responsabilidade relacionada às demandas envolvendo opioides".

82 A propósito, v. GUIDRY, André. In re Purdue Pharma L.P.: The Second Circuit Justifies the Equitable Authority to Impose Non-Debtor Releases in a Controversial Compromise. In: 98 Tul. L. Rev. 709. Disponível em: https://www.tulanelawreview.org/pub/volume98/issue4/in-re-purdue-pharma-lp-the-second-circuit-justifies-the-equitable-authority-to-impose-non-debtor-releases-in-a-controversial-compromise.

83 "*For the reasons set forth above, we REVERSE the district court's order holding that the Bankruptcy Code does not permit nonconsensual third-party releases of direct claims, and AFFIRM the bankruptcy court's approval of the Plan, including the modification made on March 10, 2022, and the case is REMANDED to the district court for such further proceedings as may be required, consistent with this opinion. We also AFFIRM the district court's denial of the Canadian Creditors' cross-appeal.*" (*In re Purdue Pharma, Inc.*, No. 22-110-bk(L) (2d Cir. May 30, 2023)).

84 Tradução livre do original: "*We hold that nonconsensual third-party releases of such direct claims are statutorily permitted under 11 U.S.C. §§ 105(a) and 1123(b)(6) of the Bankruptcy Code*" (*In re Purdue Pharma, Inc.*, No. 22-110-bk(L) (2d Cir. May 30, 2023)).

85 Tradução livre do original: "We further conclude that this Court's case law also allows for nonconsensual third-party claim releases in specific circumstances, such as those presented in this appeal" (In *re Purdue Pharma, Inc.*, No. 22-110-bk(L) (2d Cir. May 30, 2023)).

Diante da prolação da decisão, o *Trustee* pediu a suspensão do acordo e apresentou uma petição de *certiorari*,[86] para que a Suprema Corte decidisse sobre o caso, ao fundamento de que a aprovação não poderia vincular os 5% (cinco por cento) dos credores que votaram contrariamente ao acordo que os impediria de acionar judicialmente os Sackler.[87]

Em agosto de 2023, a Suprema Corte decidiu suspender o plano da Purdue Pharma e determinar a oitiva das partes quanto à decisão da *2nd Circuit Court* que confirmara o plano de reestruturação da farmacêutica. Na sequência, em dezembro de 2023 as partes foram ouvidas pela Suprema Corte, valendo destacar especialmente as manifestações do demandante e dos demandados.

O primeiro a apresentar seus argumentos orais foi o demandante, representante do *Trustee*, que alegou que "*as liberações não consensuais de terceiros não são autorizadas pelo Bankruptcy Code*".[88] Sustentou, ademais, que o plano aprovado libera "*os membros da família Sackler, que receberam bilhões de dólares da Purdue nos anos anteriores ao pedido de reestruturação, mas que não entraram com pedidos de reestruturação para si próprios e disponibiliza-*

---

86 Assim se sintetiza a noção de "*certiorari*": "No direito da *common law*, o termo *certiorari* significa um *writ* (ordem judicial) original, ao determinar que juízes de uma corte inferior ou oficiais certifiquem e transfiram o registro dos procedimentos da corte inferior no caso em exame para uma corte superior. No vocabulário da Suprema Corte, o sentido originário do termo foi expandido. *Certiorari* refere-se, genericamente, ao processo de revisão discricionária pela Suprema Corte de uma decisão de corte inferior. Essa revisão é buscada por meio de uma petição que requer *writ of certiorari*" (MELLO, Vitor Tadeu Carramão. A repercussão geral e o *writ of certiorari*: breve diferenciação. *Revista da SJRJ*, n. 26, 2009, p. 141).

87 Como relata DELOUYA, Samantha. From the Boy Scouts to the Catholic Church, an upcoming Supreme Court ruling may mean some victims won't see their day in court. *CNN*, 7 dez. 2023.

88 Tradução livre do seguinte excerto original: "*This Court should hold that nonconsensual third-party releases are not authorized by the Bankruptcy Code*" (*Harrington* v. *Purdue Pharma L.P.* Nº. 23-124. Oral arguments. December 4, 2023. p. 6).

ram apenas uma parte dos seus ativos à disposição da massa na reestruturação da Purdue".[89]

Em contrapartida, as alegações da defesa da Purdue seguiram a linha de que a Corte deve desconsiderar "*o argumento do Trustee de que as liberações não consensuais de terceiros são categoricamente desautorizadas pelo código*".[90] Para isso, mobilizaram-se três principais argumentos: (i) a literalidade do § 1123(b)(6)[91] autorizaria a liberação; (ii) o caso ilustraria como terceiros fazem avançar os objetivos centrais da reestruturação; (iii) as liberações de terceiros estariam sendo utilizadas por mais de três décadas para resolver algumas das reestruturações mais importantes e complexas do país.[92]

---

89 Tradução livre de passagem contida no início do seguinte excerto original: "*The court of appeals approved a Chapter 11 reorganization plan that will release claims that Purdue Pharma's creditors have against other nondebtors, principally, the Sackler family members who took billions of dollars from Purdue in the years before Purdue's bankruptcy but have not filed for bankruptcy protection themselves and have made only a portion of their assets available to the estate in Purdue's bankruptcy*" (*Harrington* v. *Purdue Pharma L.P.* Nº. 23-124. Oral arguments. December 4, 2023. p. 4). Em tradução livre: "A *Court of Appeals* aprovou um plano de reestruturação com base no Chapter 11, que libera os não-devedores das reivindicações dos credores da Purdue Pharma, principalmente, contra os membros da família Sackler, que receberam bilhões de dólares da Purdue nos anos anteriores ao pedido de reestruturação, mas que não entraram com pedidos de reestruturação para si próprios e disponibilizaram apenas uma parte dos seus ativos à disposição da massa na reestruturação da Purdue".

90 No original: "*This Court should reject the Trustee's argument that nonconsensual third-party releases are categorically unauthorized by the code no matter the circumstances*" (*Harrington* v. *Purdue Pharma L.P.* Nº. 23-124. Oral arguments. December 4, 2023, p. 60). Em tradução livre: "Essa Corte deve rejeitar o argumento do Trustee de que as liberações não consensuais de terceiros são categoricamente desautorizadas pelo Código, independentemente das circunstâncias".

91 *In verbis*: "*§1123. Contents of plan. [...] (b) Subject to subsection (a) of this section, a plan may- () (6) include any other appropriate provision not inconsistent with the applicable provisions of this title*". Em tradução livre: "§ 1123. Conteúdo do plano. () (b) Ressalvado o disposto no inciso (a) desta seção, um plano poderá: () (6) incluir qualquer outra disposição adequada que não seja incompatível com as disposições aplicáveis deste título.".

92 Veja-se o seguinte excerto original da argumentação: "*I'd like to begin with three points. First, the Trustee's position is irreconcilable with the plain text of Section 1123(b)(6). Congress's use of 'any' and 'appropriate', terms of breadth and flexibility, refute the Trustee's position that*

No paradigmático julgamento concluído em 27 de junho de 2024, a Suprema Corte concluiu, em uma votação dividida de 5 x 4, que o *Bankruptcy Code* não autoriza a liberação de terceiros, sem o consentimento de credores afetados, como parte de um plano de reorganização de acordo com o *Chapter 11*, razão pela qual a *2nd Circuit Court* não teria competência para validar uma liberação irrestrita da família Sackler.[93]

---

third-party releases are never authorized in any circumstances. Second, this case illustrates how third-party releases can and do directly advance the core objectives of bankruptcy in appropriate and appropriately limited circumstances.

Because of the inextricable relationship between Purdue and the Sackler directors and officers of Purdue, victims have filed identical claims against Purdue and the Sacklers for the same injuries based on the same conduct. () *And, finally, third-party releases have been used in limited circumstances for more than three decades, nearly the life of the current code, to resolve some of the most important and complex bankruptcies*. () *Adopting the Trustee's categorical rule would radically disrupt that longstanding practice to the detriment of victims. If the Trustee succeeds here, the billions of dollars that the plan allocates for opioid abatement and compensation will evaporate. Creditors and victims will be left with nothing, and lives literally will be lost. Nothing in the code commands that tragic result*" (*Harrington* v. *Purdue Pharma L.P.* Nº. 23-124. Oral arguments. December 4, 2023, p. 60-62). Em tradução livre: "Eu gostaria de começar com três pontos. Em primeiro lugar, a posição do Trustee é irreconciliável com a literalidade da Seção 1123(b)(6). A utilização pelo Congresso de 'qualquer' e 'apropriado', termos de amplitude e flexibilidade, refuta a posição do Trustee de que as liberações de terceiros nunca são autorizadas em quaisquer circunstâncias. Em segundo lugar, este caso ilustra como terceiros podem e fazem avançar diretamente os objetivos centrais da reestruturação em circunstâncias apropriadas e devidamente limitadas. Devido à relação indissociável entre a Purdue, os diretores da família Sackler e os administradores da Purdue, as vítimas apresentaram ações idênticas contra a Purdue e os Sackler pelas mesmas lesões e com base na mesma conduta. [...] E, finalmente, as liberações de terceiros têm sido utilizadas em circunstâncias limitadas há mais de três décadas, quase o tempo de vida do atual código, para resolver algumas das reestruturações mais importantes e complexas. [...] Adotar a regra categórica do Trustee iria perturbar radicalmente essa prática de longa data em detrimento das vítimas. Se o Trustee tiver sucesso aqui, os biliões de dólares que o plano atribui para redução de opioides e compensação evaporar-se-ão. Credores e vítimas serão deixados sem nada, e vidas serão literalmente perdidas. Nada no Código prevê esse trágico resultado".

93 Assim concluiu, por maioria, a Suprema Corte: "*Confining ourselves to the question presented, the Court holds only that the bankruptcy code does not authorize a release and injunction that, as part of a plan of reorganization under Chapter 11, effectively seeks to discharge claims against a non-debtor without the consent of affected claimants. Because the Second Circuit held otherwise, its judgment is reversed and the case is remanded for further proceedings consistent with this opinion*" (*Harrington* v. *Purdue Pharma L.P.* Nº. 23-124. Certiorari To The United

O *Justice* Neil Gorsuchl emitiu a opinião da Corte, seguido pelos *Justices* Thomas, Alito, Barrett e Jackson, compreendendo que, na estrita interpretação da Lei tal como posta, o *Bankruptcy Code* não autoriza a liberação pretendida pela família Sackler.[94] Por fim, o *Justice* Gorsuchl ressaltou que a decisão não deveria ser interpretada de forma a colocar em questionamento as liberações *consensuais* nos planos de reestruturação.[95]

Por outro lado, o *Justice* Kavanaugh apresentou entendimento divergente, seguido pelos *Justices* Roberts, Sotomayor e Kagan. O *Justice* Kavanaugh entendeu que a decisão no sentido da invalidação do

---

States Court Of Appeals For The Second Circuit. June 27, 2024. p. 4). Em tradução livre: "Limitando-nos à questão apresentada, a Corte sustenta apenas que o *Bankruptcy Code* não autoriza uma liberação e uma liminar que, como parte de um plano de reorganização de acordo com o Chapter 11, busca efetivamente quitar reivindicações contra um não-devedor sem o consentimento de requerentes afetados. Como a *Second Circuit* decidiu de forma contrária, seu julgamento é revertido e o caso é reenviado para procedimentos adicionais consistentes com esta conclusão".

94 "*Someday, Congress may choose to add to the bankruptcy code special rules for opioid-related bankruptcies as it has for asbestos-related cases. Or it may choose not to do so. Either way, if a policy decision like that is to be made, it is for Congress to make. Despite the misimpression left by today's dissent, our only proper task is to interpret and apply the law as we find it; and nothing in present law authorizes the Sackler discharge*" (*Harrington* v. *Purdue Pharma L.P.* Nº. 23-124. Certiorari To The United States Court Of Appeals For The Second Circuit. June 27, 2024. p. 19). Em tradução livre: "Algum dia, o Congresso poderá optar por acrescentar ao *Bankruptcy Code* regras especiais para falências relacionadas a opioides, como fez para casos relacionados a amianto. Ou talvez opte por não o fazer. De qualquer forma, se uma decisão política como essa tiver que ser tomada, cabe ao Congresso tomá-la. Apesar da impressão errônea deixada pela dissidência de hoje, nossa única tarefa adequada é interpretar e aplicar a lei como a encontramos; e nada na lei atual autoriza a dispensa dos Sackler".

95 "*Nothing in what we have said should be construed to call into question consensual third-party releases offered in connection with a bankruptcy reorganization plan; those sorts of releases pose different questions and may rest on different legal grounds than the nonconsensual release at issue here*" (*Harrington* v. *Purdue Pharma L.P.* Nº. 23-124. Certiorari To The United States Court Of Appeals For The Second Circuit. June 27, 2024. p. 19). Em tradução livre: "Nada do que dissemos deve ser interpretado de forma a colocar em questionamento as liberações consensuais de terceiros oferecidas no curso de um plano de reestruturação; esses tipos de liberações apresentam questões diferentes e podem se basear em fundamentos jurídicos diferentes da liberação não consensual em questão aqui".

acordo deixaria as vítimas e credores desamparados, sem um caminho viável a seguir, resultando em uma corrida para litigar, a fim de que consigam alguma parte do patrimônio da família Sackler e do grupo Purdue Pharma.[96] Kavanaugh ressaltou que, se a razão do questionamento da Corte foi a insuficiência do valor acordado, poderia ser discutido se a liberação foi apropriada; argumentou que, ao revés, a Corte respondeu com "*a medida dramática de repudiar o plano e eliminar completamente a liberação de terceiros*", descartan-

---

96 "*As I see it, today's decision makes little sense legally, practically, or economically. It upends the carefully negotiated Purdue bankruptcy plan and the prompt and substantial recovery guaranteed to opioid victims and creditors. Now the opioid victims and creditors are left holding the bag, with no clear path forward.* [...] *The Court does not say what should happen next. The Court seems to hope that a new deal is possible, with the Sacklers buying off the last holdouts.* [...] *And more to the point, without non-debtor releases, a new deal will be very difficult to achieve. By eliminating nonconsensual non-debtor releases, today's decision gives every victim and every creditor an absolute right to sue the Sacklers. Some may hold out from any potential future settlement and instead sue because they want to have their day in court to hold the defendants accountable, or because they want to try to hit the jackpot of a large recovery that they can keep all to themselves. Moreover, because every victim and creditor knows that the Sacklers' resources are limited, they will now have an incentive to promptly sue the Sacklers before others sue. To be sure, the victims and creditors would face an uphill climb in any such litigation, the Bankruptcy Court found, so it may be that no one will succeed in tort litigation against the Sacklers, meaning that no one will get anything*" (*Harrington* v. *Purdue Pharma L.P.* Nº. 23-124. Certiorari To The United States Court Of Appeals For The Second Circuit. June 27, 2024, p. 52-53). Em tradução livre: "Na minha opinião, a decisão de hoje faz pouco sentido do ponto de vista jurídico, prático ou econômico. Ela anula o plano de reestruturação cuidadosamente negociado da Purdue e a recuperação imediata e substancial garantida às vítimas de opioides e aos credores. Agora, as vítimas de opioides e os credores são deixados sem alternativa, sem um caminho claro a seguir. [...] A Corte não diz o que deve acontecer em seguida. A Corte parece esperar que um novo acordo seja possível, com os Sacklers comprando os últimos resistentes. [...] E, mais especificamente, sem a liberação dos garantidores, será muito difícil conseguir um novo acordo. Ao eliminar as liberações não consensuais de não-devedores, a decisão de hoje dá a cada vítima e a cada credor o direito absoluto de processar os Sacklers. Alguns podem se abster de qualquer possível acordo futuro e, em vez disso, processar porque querem o momento no tribunal para responsabilizar os réus ou porque querem tentar ganhar a "bolada" de uma grande recuperação que podem manter só para si. Além disso, como cada vítima e credor sabe que os recursos dos Sacklers são limitados, eles agora terão um incentivo para processar prontamente os Sacklers antes que outros processem. Sem dúvida, as vítimas e os credores enfrentariam dificuldades em qualquer litígio desse tipo, segundo o Tribunal de Falências, portanto, pode ser que ninguém tenha êxito no litígio contra os Sacklers, o que significa que ninguém receberá nada".

do uma ferramenta importante que as *Bankruptcy Courts* estariam usado de longa data para lidar com insolvências em massa.[97] Assim, concluiu que, em seu entendimento, "[a] *decisão da Suprema Corte causará muitos danos a muitas pessoas para que o Congresso fique de braços cruzados sem ao menos estudar cuidadosamente a questão*".[98]

---

97 "*The bankruptcy system was designed to prevent that exact sort of collective-action problem. Non-debtor releases have been indispensable to solving that problem and ensuring fair and equitable victim recovery in multiple bankruptcy proceedings of extraordinary scale – not only opioids, but also many other mass-tort cases involving asbestos, the Boy Scouts, the Catholic Church, silicone breast implants, the Dalkon Shield, and others. The Court's apparent concern that the Sacklers' settlement payment of $5.5 to $6 billion was not enough should have led at most to a remand on whether the releases were 'appropriate' under 11 U. S. C. §1123(b)(6) (if anyone had raised that argument here, which they have not). But instead the Court responds with the dramatic step of repudiating the plan and eliminating non-debtor releases altogether. The Court's decision today jettisons a carefully circumscribed and critically important tool that bankruptcy courts have long used and continue to need to handle mass-tort bankruptcies going forward. The text of the Bankruptcy Code does not come close to requiring such a ruinous result. Nor does its structure, context, or history. Nor does hostility to the Sacklers – no matter how deep* [...]". Em tradução livre: "O sistema de insolvência foi projetado para evitar exatamente esse tipo de problema de ação coletiva. As liberações de não devedores têm sido indispensáveis para resolver esse problema e garantir a recuperação justa e equitativa das vítimas em vários processos de falência de escala extraordinária – não apenas de opioides, mas também de muitos outros casos de danos em massa envolvendo amianto, escoteiros, a Igreja Católica, implantes mamários de silicone, o Dalkon Shield e outros. A aparente preocupação da Suprema Corte de que o pagamento do acordo dos Sacklers de USD 5,5 a USD 6 bilhões não era suficiente deveria ter levado, no máximo, a uma nova análise sobre se as liberações eram 'apropriadas' nos termos do §1123(b)(6) do 11 U. S. C. (se alguém tivesse levantado esse argumento aqui, o que não aconteceu). Mas, em vez disso, a Suprema Corte responde com a medida dramática de repudiar o plano e eliminar completamente a liberação de terceiros. A decisão da Suprema Corte de hoje descarta uma ferramenta cuidadosamente circunscrita e extremamente importante que as *Bankruptcy Courts* têm usado há muito tempo e ainda precisarão para lidar com insolvências por danos em massa no futuro. O texto do Bankruptcy Code não chega nem perto de exigir um resultado tão ruinoso. Sua estrutura, contexto ou histórico também não. Nem a hostilidade aos Sacklers – por mais profunda que seja [...]".

98 "*Gutting this longstanding bankruptcy court practice is entirely counterproductive, and simply inflicts still more injury on the opioid victims. Opioid victims and other future victims of mass torts will suffer greatly in the wake of today's unfortunate and destabilizing decision. Only Congress can fix the chaos that will now ensue. The Court's decision will lead to too much harm for too many people for Congress to sit by idly without at least carefully studying the issue. I respectfully dissent*". Em tradução livre: "Eliminar essa prática de longa data do tribunal de insolvências é totalmente contraproducente e simplesmente inflige ainda mais danos às vítimas

As consequências da posição adotada pela Suprema Corte em relação aos casos futuros ainda não parecem totalmente claras, tendo já suscitado diversos debates sobre quais casos poderiam ser classificados como consensuais e consequentemente aptos à liberação de terceiros. Afigura-se provável, então, que o tema da liberação *consensual* continue a dividir as decisões judiciais mesmo após o caso paradigmático.[99]

---

de opioides. As vítimas de opioides e outras futuras vítimas de delitos em massa sofrerão muito com a decisão infeliz e desestabilizadora de hoje. Somente o Congresso pode consertar o caos que se seguirá. A decisão da Suprema Corte causará muitos danos a muitas pessoas para que o Congresso fique de braços cruzados sem ao menos estudar cuidadosamente a questão. Eu respeitosamente divirjo".

99 Nessa linha, suscitam-se algumas questões a respeito da matéria: "*The decision is framed as narrow and addresses only nonconsensual third-party releases. The Court expressly does not address or call into question consensual third-party releases or what would qualify as consent to a third-party release under a plan. It also does not address the impact this decision will have on plans that include such releases that have already been substantially consummated. The Court held 'only that the bankruptcy code does not authorize a release and injunction that, as part of a plan of reorganization under Chapter 11, effectively seeks to discharge claims against a nondebtor without the consent of affected claimants.' While it is clear that nonconsensual third-party releases are not permissible, how the Purdue decision impacts consensual third-party releases is less clear. Consensual third-party releases are presumed to be valid. But exactly what constitutes 'consent' is far from apparent. Some courts have concluded that a creditor that votes in favor of a plan has consented to a release. Other courts have held that even where a creditor does not vote in favor of the plan (either by voting 'no' or by failing to return the ballot) but fails to affirmatively opt out of the release, they may be deemed to have consented to such release. The area of consensual releases is likely to continue to divide courts post-Purdue*" (TRACHE, Dylan Gillespie. Purdue Pharma: An Analysis of the Supreme Court Decision Barring Third-Party Releases. In: *American Bar Association*. Disponível em: https://www.americanbar.org/groups/business_law/resources/business-law-today/2024-october/purdue-pharma-analysis-supreme-court-decision-barring-third-party-releases/). Em tradução livre: "A decisão é formulada de maneira restrita e trata apenas das *third-party releases* não consensuais. A Corte expressamente não aborda nem coloca em questão as *third-party releases* consensuais, tampouco o que configuraria consentimento para uma *third-party release* no âmbito de um plano. Também não analisa o impacto que essa decisão terá sobre planos que incluam tais liberações e que já tenham sido substancialmente consumados. A Corte decidiu 'apenas que o *Bankruptcy Code* não autoriza uma liberação e uma injunção que, como parte de um plano de reorganização sob o Capítulo 11, busque, na prática, extinguir créditos contra um não devedor sem o consentimento dos credores afetados'. Embora esteja claro que as *third-party releases* não consensuais não são admissíveis, o impacto da decisão *Purdue* sobre as *third-party releases* consensuais é menos evidente. As *third-party releases* consensuais são, em princípio, consideradas

Nesse contexto, alguns autores já apontam a controvérsia em relação à definição do que vem a ser uma liberação *consensual*,[100] especialmente em relação aos credores que se abstém quanto à cláusula de liberação de terceiros. Cumpre, a propósito, fazer um esclarecimento preliminar: na jurisdição estadunidense, ao contrário do que se verifica na brasileira, os credores não se limitam a votar pela aprovação ou não do plano. Com efeito, nos Estados Unidos da América, os credores respondem uma série de perguntas, o que inclui uma questão específica quanto ao aceite ou não da *third-party release*.[101] O problema central residiria justamente nos casos em que o credor não responde a essa pergunta em específico, o que permitiria cogitar

---

válidas. No entanto, o que exatamente constitui "consentimento" está longe de ser claro. Alguns tribunais concluíram que um credor que vota favoravelmente a um plano consentiu com a liberação. Outros tribunais entenderam que, mesmo quando o credor não vota a favor do plano (seja votando "não" ou deixando de apresentar seu voto), a ausência de manifestação expressa de *opt-out* pode ser interpretada como consentimento à liberação. Trata-se de um tema que provavelmente continuará a dividir os tribunais após a decisão *Purdue*".

100 Nas palavras de David H. Conaway: "*It is not likely that the proposed legislation will be passed into law by Congress. Rather, US Bankruptcy Courts will interpret the Purdue Pharma ruling in the context of Chapter 11 plans that contain third-party releases, with 'consent'. Given Purdue Pharma's prohibition on nonconsensual third-party releases, the issue becomes what does consent mean, and what balloting and voting procedures for a plan of reorganization containing releases will be approved by courts?*" (CONAWAY, David H. After Purdue Pharma: The future of third-party releases in U.S. In: *Eurofenix,* winter 2024/2025. p. 37). Em tradução livre: "Não é provável que a legislação proposta venha a ser aprovada pelo Congresso. Em vez disso, caberá aos Tribunais de Falências dos Estados Unidos interpretar a decisão Purdue Pharma no contexto de planos de reorganização sob o Capítulo 11 que contenham third-party releases com "consentimento". Diante da vedação estabelecida em Purdue Pharma às third-party releases não consensuais, a questão passa a ser o que se entende por consentimento e quais procedimentos de votação e deliberação de planos de reorganização que contenham tais liberações serão admitidos pelos tribunais".

101 Conforme aponta David H. Conaway: "*Chapter 11 plans are physically mailed to creditors with a ballot for voting. The ballots usually contain boxes to check regarding third-party releases: 'opt-in' or 'opt-out' of third-party releases*" (CONAWAY, David H. After Purdue Pharma: The future of third-party releases in U.S. In: *Eurofenix,* winter 2024/2025. p. 37). Em tradução livre: "Os planos sob o Capítulo 11 são enviados fisicamente aos credores, acompanhados de uma cédula de votação. Essas cédulas geralmente contêm opções a serem assinaladas relativas às third-party releases, permitindo ao credor 'optar por aderir' ou 'optar por não aderir' a essas liberações".

algumas hipóteses de cenário: (i) o credor aprovou o plano, mas não se manifestou quanto à liberação de terceiros; (ii) o credor não exerceu seu votou sobre o plano; ou (iii) o credor reprovou o plano, mas não rejeitou expressamente a *third-party release*. A controvérsia atual encontra-se justamente em entender se essa omissão dos credores pode ou não ser considerada como um consenso para liberar os terceiros em relação a tais credores.

Nesse contexto, David H. Conaway relata que a *Bankruptcy Court* de *Delaware*, no procedimento de *Chapter 11* da *Smallwood, Inc.*, determinou que a cláusula de liberação de terceiros não poderia ser aplicada para credores que não votaram sobre o plano. Por outro lado, credores que votarem sobre o plano (ainda que contrariamente à sua aprovação) e não se manifestarem contrariamente à pergunta sobre a *third-party release* teriam seu consenso caracterizado.[102]

A referida decisão da *Bankruptcy Court* de *Delaware* parece estar próxima do entendimento adotado pelos Tribunais brasileiros (v. item 1, *supra*), segundo o qual é necessário o consentimento expresso (ou, ao menos, o voto favorável ao plano sem ressalvas) para a aplicação da cláusula de supressão de garantias.

De modo geral, parece possível destacar que a conclusão da Suprema Corte dos EUA no caso Purdue Pharma aproximou a experiência estadunidense da brasileira no que diz respeito à inoponibilidade da exoneração de coobrigados aos credores que não tiverem manifestado anuência expressa quanto a tal previsão.[103] Resta, ade-

---

102 Assim relata CONAWAY, David H. After Purdue Pharma: The future of third-party releases in U.S.. In: *Eurofenix,* winter 2024/2025, p. 37. Para o aprofundamento da análise sobre o caso, remete-se a WANDERLEY, Eduardo G.; MOLITOR, Júlia de Medeiros Leal Magaldi. Efeitos de planos de recuperação a terceiros não-devedores: dilemas e limites dos "third-party releases". *In*: CEREZETTI, Sheila Christina Neder; FRANCO, Gustavo Lacerda; MAFFIOLETTI, Emanuelle Urbano (Coord.). *Vinte anos da Lei nº 11.101/2005*: estudos sobre a Lei de Recuperação e Falência, v. 1. São Paulo: Quartier Latin, 2026, p. 546-547).

103 Essa semelhança também é notada por Eduardo G. Wanderley e Júlia de Medeiros Leal Magaldi Molitor: "Ou seja, tudo aponta para a conclusão de que, à luz do direito brasileiro, a eficácia dos *third-party releases*, seja com relação a garantias, seja com relação a outras pre-

mais, aguardar a consolidação do entendimento quanto aos critérios para definição de *consenso* para que se possa compreender o quão similar ficarão os dois sistemas jurídicos nessa matéria.

Nada obstante a aparente similitude em termos de resultado nuclear, algumas circunstâncias recomendariam uma análise cuidadosa a respeito da efetiva existência, ou não, de uma completa identidade entre as conclusões alcançadas em cada sistema jurídico. Por exemplo, talvez não se afigure irrelevante a circunstância de que a conclusão restritiva do STJ se baseia em hipóteses de tentativa de exoneração (ou de suspensão) *gratuita* dos coobrigados e garantidores, ao passo que o caso Purdue Pharma envolveu a tentativa de exoneração dos terceiros mediante o pagamento de uma contrapartida financeira. Embora seja de todo inviável um prognóstico antecipado sobre a adoção de uma conclusão distinta no Brasil à luz de um cenário alternativo, ao menos seria possível cogitar que, caso fosse implementada a oferta de uma relevante contrapartida financeira direta pelos terceiros que pretendessem ver-se exonerados, poderia vir a ser tendencialmente atenuada (ainda que não necessariamente superada, tal como verificado na Suprema Corte dos EUA) a resistência à exoneração impositiva dos terceiros por força de disposição contida no plano aprovado nos moldes majoritários.

Conclusão.

Como se buscou demonstrar, as previsões da Lei nº

---

tensões, segue o mesmo caminho de Purdue Pharma i.e. são voluntários. Assim, no que diz respeito à previsão de cláusulas no plano de recuperação prevendo a liberação ou modificação de garantias de terceiros, esta pode ser admitida nos casos de anuência do credor garantido, ainda que a situação possa gerar um descompasso de tratamento entre credores na mesma situação e a quebra da soberania da vontade da maioria na assembleia de credores" (WANDERLEY, Eduardo G.; MOLITOR, Júlia de Medeiros Leal Magaldi. Efeitos de planos de recuperação a terceiros não-devedores: dilemas e limites dos "third-party releases". *In*: CEREZETTI, Sheila Christina Neder; FRANCO, Gustavo Lacerda; MAFFIOLETTI, Emanuelle Urbano (coord.). *Vinte anos da Lei nº 11.101/2005: estudos sobre a Lei de Recuperação e Falência*, v. 1. São Paulo: Quartier Latin, 2026. p. 551).

11.101/2005 privilegiam os credores que contam com terceiros garantidores e coobrigados, justamente em razão da natureza de seus créditos, garantindo a ausência de impacto automático ou impositivo da recuperação judicial da devedora sobre a sua posição jurídica. Tal circunstância revela-se especialmente em matéria de novação dos créditos, visto que, segundo o entendimento dominante, eventual previsão de extensão da novação recuperacional aos terceiros garantidores e coobrigados não pode produzir efeitos contra os credores que não tenham aderido de modo expresso a tal previsão no plano de recuperação judicial.

Destarte, a experiência brasileira revela um entendimento jurisprudencial já consolidado (no STJ e, na sua esteira, também em Tribunais estaduais) no sentido de que a cláusula do plano de recuperação judicial que preveja a supressão ou suspensão de garantias apenas será eficaz em face do garantidor que tenha anuído expressamente ao plano que contenha tal previsão. Esse entendimento, por vezes, é estendido às cláusulas que prevejam a suspensão da exigibilidade das garantias, embora afigure-se menos consolidado o cenário a esse específico respeito.

Dessa forma, com base no entendimento geral em matéria de supressão de garantias ou da corresponsabilidade de terceiros, caso não haja aprovação expressa do plano pelo credor pertinente (como sucede, por exemplo, quando o credor não comparece à assembleia, abstém-se de votar, rejeita o plano ou o aprova com ressalvas quanto à cláusula em questão), a previsão de supressão de garantias não lhe pode ser oposta. Trata-se de conclusão posta em sintonia com premissas basilares na matéria, tais como a natureza *sui generis* da novação promovida pelo plano de recuperação e a impossibilidade de presunção de renúncia do credor às garantias que lhe tenham sido legitimamente outorgadas por terceiros.

Preserva-se, assim, a prerrogativa do credor de perseguir a satisfação do crédito em face dos garantidores e coobrigados, a menos que tenha o próprio credor consentido com a respectiva exoneração. Preserva-se, também, o direito dos credores à satisfação de seus cré-

ditos, no caso de descumprimento do plano de recuperação judicial, quando prevista cláusula que estabeleça a suspensão da exigibilidade dos créditos em face aos coobrigados.

Nos EUA, o julgamento do caso Purdue Pharma aproximou a matéria ao modo pelo qual o tema é enfrentado no Brasil. Com efeito, ao reconhecer a inviabilidade de *nonconsensual third-party releases*, a Suprema Corte estadunidense seguiu a linha adotada há anos pelo STJ e pelos demais Tribunais nacionais. Contudo, é importante ressaltar que ainda reside debate, na experiência estadunidense, quanto ao entendimento do que exatamente pode ser considerada uma liberação *consensual* de terceiros.

Se, por um lado, a conclusão do caso *Purdue Pharma* demonstra que o Brasil estava, por assim dizer, à frente dos EUA na vedação da liberação de terceiros sem anuência do credor afetado, a disciplina não necessariamente afasta as críticas existentes ao entendimento aplicado. Uma primeira crítica, vinculada à experiência estadunidense, reside no fato que a possível responsabilização desses terceiros coobrigados pelas dívidas da companhia pode resultar em um desincentivo para que eles invistam na reestruturação da devedora em recuperação. A propósito, cumpre frisar que nos EUA a *third-party release* era usualmente vinculada ao pagamento de valores por aqueles que poderiam ser demandados pela dívida e que pretendem se exonerar de tal responsabilidade, de modo que o referido aporte de valores ajudaria a viabilizar o soerguimento da devedora e, consequentemente, o pagamento dos credores. Sem esse incentivo, aqueles que podem ser afetados tendem a reservar tais valores para as possíveis cobranças, reduzindo as chances de sucesso da reestruturação globalmente considerada.

Em um segundo aspecto de risco, observa-se que, em regra, tais coobrigados são partes relacionadas à companhia, frequentemente seus próprios sócios. O potencial problema reside, então, no fato de que a eles compete deliberar sobre a apresentação do pedido de recuperação judicial. Nesse contexto, o risco de serem chamados a responder pelas dívidas da devedora pode desincentivar a formula-

ção do pedido, comprometendo a viabilidade do soerguimento da empresa.

O tema, como se nota, é controvertido e não encontraria na presente sede o *locus* adequado para todo o desenvolvimento necessário para uma indicação de respostas pretensamente conclusivas. Espera-se essencialmente, com a menção às controvérsias, evidenciar a atualidade e a relevância do tema, com a indicação preliminar de algumas premissas necessárias para o adequado desenvolvimento das reflexões.

A RECUPERAÇÃO JUDICIAL, O DEVEDOR CONTUMAZ E A RELEITURA DO ART. 75 DA LEI FALIMENTAR[1]

JUDICIAL REORGANIZATION, THE HABITUAL DEBTOR, AND A REAPPRAISAL OF ARTICLE 75 OF THE BANKRUPTCY LAW

Roberta de Oliveira Barcia*

Resumo: O artigo examina o art. 13 da LC nº 225/2026, que veda ao devedor contumaz o acesso e a permanência na recuperação judicial, em diálogo com a Lei nº 11.101/2005. A partir dos critérios do art. 11 (inadimplência substancial, reiterada e injustificada), sustenta-se que o devedor contumaz não se confunde com o destinatário típico do regime recuperacional, voltado ao devedor viável. Analisa-se, ainda, a legitimidade da Fazenda Pública para requerer falência, já existente no sistema. Por fim, propõe-se a reabilitação da falência à luz do art. 75, como mecanismo de preservação por realocação eficiente de ativos.

Palavras-chave: Devedor contumaz. Recuperação judicial. Falência. LC nº 225/2026. Art. 75 Lei nº 11.101/05.

Abstract: The article examines Article 13 of Complementary Law No. 225/2026, which prohibits a contumacious debtor from accessing or remaining in judicial reorganization proceedings, in dialogue with Law No. 11.101/2005. Based on the criteria set forth in Article 11 (substantial, repeated, and unjustified default), it argues that the contumacious debtor does not coincide with the typical addressee of the reorganization regime, which is directed at a viable

---

1 Artigo recebido em: 24.04.2026 e aceito em: 26.04.2026.

* Doutoranda pela Universidade de Salamanca (Espanha). Mestre em Direito Privado Patrimonial pela Universidade de Salamanca (Espanha). Procuradora do Estado do Rio de Janeiro. E-mail: betabarcia@gmail.com.

debtor. It also analyzes the Public Treasury's standing to file for bankruptcy, already recognized within the system. Finally, it proposes a reassessment of bankruptcy in light of Article 75, as a mechanism for preservation through the efficient reallocation of assets.

Keywords: Habitual Debtor; Judicial reorganization. Bankruptcy. Complementary Law No. 225/2026. Article 75 of Law No. 11.101/05.

Sumário: Introdução. 1. O devedor contumaz e o destinatário da recuperação judicial: sujeitos distintos. 1.1. A inadimplência qualificada como pressuposto. 1.2. A inadimplência substancial: a relevância econômica do inadimplemento. 1.3. A inadimplência reiterada: o elemento temporal e o padrão comportamental. 1.4. A inadimplência injustificada: cláusula aberta e ponto de contato com o direito concursal. 1.5. O devedor contumaz não é o destinatário da recuperação judicial brasileira. 2. Legitimidade da fazenda pública no pedido de falência. 3. A falência como um mecanismo de conservação da atividade empresarial e retirada do mercado do devedor contumaz. Conclusão.

Introdução.

A entrada em vigor da Lei Complementar nº 225/2026 reacendeu o debate na intersecção entre o direito tributário e o direito concursal: pode o devedor qualificado como contumaz valer-se da recuperação judicial? O art. 13 representa ruptura no sistema ou apenas explicita consequência já compatível com a Lei nº 11.101/2005?

Para responder, o estudo parte de perguntas sucessivas: quem é, juridicamente, o devedor contumaz? A inadimplência substancial,

reiterada e injustificada do art. 11 identifica qualquer devedor em crise ou aquele que transforma o inadimplemento em estratégia negocial? E quem é o verdadeiro destinatário da recuperação judicial: todo devedor ou apenas o devedor economicamente viável e socialmente útil?

A partir dessas premissas, examina-se se há incongruência entre a vedação do art. 13 e os objetivos do regime recuperacional ou se a incompatibilidade já decorre da própria lógica dos arts. 47, 48, 51-A e 57 da Lei nº 11.101/2005. Analisa-se, ainda, se houve inovação quanto à legitimidade da Fazenda Pública para requerer falência.

Por fim, propõe-se uma releitura da falência à luz do art. 75 da Lei nº 11.101/2005. Se a falência é instrumento de realocação eficiente de ativos e saneamento de mercado, a alternativa à recuperação deixa de ser mera extinção e passa a representar reorganização por substituição.

Não se pretende formular conclusões definitivas, mas verificar se a LC nº 225/2026 configura ruptura ou se se harmoniza, de modo sistemático, com o regime concursal brasileiro.

1. O devedor contumaz e o destinatário da recuperação judicial: sujeitos distintos.

A Lei Complementar nº 225, de 8 de janeiro de 2026, ao instituir o denominado Código de Defesa do Contribuinte, promoveu, pela primeira vez em âmbito nacional, a positivação uniforme da figura do devedor contumaz, abandonando a fragmentação conceitual que até então marcava a disciplina do tema. A opção legislativa não se limitou à definição abstrata da contumácia, mas vinculou expressamente essa condição a consequências jurídicas relevantes, entre elas a vedação de acesso — ou de permanência — aos mecanismos da recuperação judicial previstos na Lei nº 11.101/2005.

Nesse contexto, a correta compreensão do conceito normativo de devedor contumaz, tal como delineado no art. 11 da LC nº

225/2026, revela-se pressuposto indispensável para avaliar a coerência sistêmica da restrição imposta pelo art. 13 do mesmo diploma. Não se trata de discutir, neste momento inicial de aplicação da lei complementar, a legitimidade ou não da opção legislativa, mas de identificar os contornos do conceito legal e verificar se — e em que medida — ele pode ou não se confundir com o perfil do devedor a quem o sistema concursal brasileiro destina a recuperação judicial.

E antes de iniciarmos a conceituação do devedor contumaz uma premissa merece ser fixada: a LC nº 225/2026 tem como objeto central o bom contribuinte. Dos 58 artigos da lei, apenas 7 dizem respeito à figura do devedor contumaz. Não é mero acaso, é uma opção legislativa de demonstrar que a finalidade legal não é a punição do mau contribuinte, e sim a distinção entre o bom e o mau contribuinte, com a criação de benefícios para o bom contribuinte. O devedor contumaz não é a regra e muito menos o objetivo da lei, sua existência é um fator necessário para conferir justiça ao bom pagador tributário.

1.1. A inadimplência qualificada como pressuposto.

O primeiro aspecto que merece destaque é que o legislador não equiparou o devedor contumaz ao simples devedor tributário. A contumácia, nos termos do art. 11 da LC nº 225/2026, pressupõe inadimplência, entendida não como a mera existência de crédito tributário constituído, mas como a manutenção de créditos em situação irregular, sem discussão administrativa ou judicial relevante, sem garantia idônea e sem causa legal de suspensão da exigibilidade.[2]

A distinção é fundamental. O sistema tributário brasileiro admite e protege a controvérsia legítima sobre a obrigação tributária, seja por meio de impugnação administrativa, seja por via judicial, in-

---

2 CARNEIRO, Júlia Silva Araújo. O conceito de devedor contumaz no direito tributário. *In*: JUNIOR, Mario Engler Pinto (Org.). *Trabalhos discentes premiados*: alunos titulados em 2021, 1a. São Paulo: Dialética, 2023, p. 89-125. p. 94-95.

clusive com a suspensão da exigibilidade do crédito nos termos do art. 151 do CTN. O devedor contumaz, ao contrário, é concebido como aquele que não discute, não garante e não suspende, utilizando o inadimplemento como dado estrutural de sua atuação econômica.

A própria LC nº 225/2026 reforça esse recorte ao excluir expressamente, do cômputo da inadimplência relevante, os créditos objeto de parcelamento regular, transação tributária adimplente, moratória, garantia, depósito integral ou medida judicial suspensiva. Com isso, o legislador sinaliza que a contumácia não reside no conflito jurídico, mas na omissão deliberada, afastando, ao menos em tese, o contribuinte que atua dentro das vias institucionais de defesa.

1.2. A inadimplência substancial: a relevância econômica do inadimplemento

O segundo elemento do conceito legal é a substancialidade da inadimplência, que afasta definitivamente qualquer leitura que pretenda identificar o devedor contumaz como mero inadimplente eventual ou de pequena monta. A LC nº 225/2026 estabelece parâmetros objetivos relevantes, especialmente no âmbito federal, ao exigir a existência de créditos tributários em situação irregular em valor igual ou superior a R$ 15.000.000,00 e correspondente a mais de 100% do patrimônio conhecido do sujeito passivo.

Esse critério revela duas preocupações normativas distintas. De um lado, busca-se assegurar que a contumácia esteja associada a impacto econômico significativo. De outro, o cotejo entre dívida e patrimônio indica que o foco não está apenas no valor absoluto do débito, mas na desproporção estrutural entre a obrigação tributária e a capacidade patrimonial declarada, elemento que pode sugerir tanto incapacidade econômica quanto estratégias de esvaziamento patrimonial.

É precisamente aqui que surgem as primeiras tensões interpretativas relevantes. A substancialidade, embora objetivamente deli-

mitada, não é, por si só, indicativa de comportamento abusivo, podendo igualmente refletir situações de crise econômica temporária. A opção legislativa, contudo, assume o risco dessa sobre-inclusão inicial, deslocando para os demais requisitos — em especial o caráter injustificado — a função de depuração do conceito.[3]

1.3. A inadimplência reiterada: o elemento temporal e o padrão comportamental

O terceiro vetor da definição legal é a reiteração da inadimplência, caracterizada pela manutenção de créditos tributários em situação irregular em, pelo menos, quatro períodos de apuração consecutivos ou seis alternados no prazo de doze meses. Trata-se de critério temporal objetivo que busca identificar um padrão de conduta, e não um evento isolado de inadimplemento.

A centralidade desse elemento reside na própria ideia de contumácia, historicamente associada à persistência e à habitualidade de comportamentos juridicamente reprováveis. Ao exigir reiteração, o legislador afasta expressamente o inadimplemento episódico, ainda que elevado, do campo de incidência da norma, reforçando a compreensão de que o devedor contumaz não é aquele que falha pontualmente, mas aquele que se mantém, ao longo do tempo, em situação irregular.

Ainda assim, o lapso temporal eleito pela lei — curto — suscita questionamentos relevantes quanto à sua aptidão para distinguir,

---

3 O devedor contumaz não se confunde com o grande devedor, embora, em determinados casos, as duas figuras possam coexistir. O elemento distintivo do grande devedor é, geralmente, a titularidade de débitos tributários de valor substancial, recuperáveis ou não. O grande devedor opta, muitas vezes, por discutir o crédito na esfera administrativa ou judicial, obtendo a suspensão da exigibilidade do crédito em decorrência da impugnação, no primeiro caso (art. 151, III, do CTN), ou por meio de decisão judicial ou do depósito do montante total em juízo, no segundo (art. 151, II, IV e V). O núcleo conceitual do devedor contumaz, por sua vez, não circunda apenas o valor do débito, mas também – e principalmente – a reiteração de sua conduta e o injustificado inadimplemento das obrigações tributárias. pp. 100-101.

de forma segura, o inadimplemento estratégico daquele decorrente de crises conjunturais. Essa tensão, entretanto, não é resolvida no plano da reiteração, mas reaparece com maior intensidade no exame do último requisito legal.

1.4. A inadimplência injustificada: cláusula aberta e ponto de contato com o direito concursal.

É no elemento da inadimplência injustificada que o conceito legal de devedor contumaz revela sua maior densidade interpretativa — e, ao mesmo tempo, sua maior abertura. O inciso III do § 2º do art. 11 da LC nº 225/2026 define a injustificação de forma negativa, como a ausência de motivos objetivos que afastem a configuração da contumácia, e o próprio diploma elenca hipóteses que podem descaracterizá-la, como situações de calamidade pública, resultados econômicos negativos reiterados e ausência de atos típicos de fraude à execução.

Diferentemente dos requisitos anteriores, a injustificação não se esgota em parâmetros puramente objetivos, exigindo uma análise contextual da situação econômico-financeira do devedor, de sua conduta patrimonial e de sua relação com o crédito tributário. É, portanto, nesse ponto que o conceito de devedor contumaz necessariamente dialoga com outros ramos do Direito, em especial com o direito falimentar e com a lógica subjacente à recuperação judicial.[4]

Não se trata de defender um conceito totalmente aberto, sob pena de criação de um ambiente de insegurança jurídica para o sujei-

---

4 Como defendido por Júlia Carneiro: *o inadimplemento contumaz reflete um padrão comportamental, e não uma conduta episódica, cabe ao legislador densificar, por meio de critérios mais precisos, os elementos integrantes do núcleo básico do conceito, a fim de o separar do inadimplemento eventual. Distinguir esses perfis é tarefa essencial e demanda uma percepção abrangente da relação entre Fisco, sujeito passivo e princípio da livre iniciativa*. CARNEIRO, Júlia Silva Araújo, O conceito de devedor contumaz no direito tributário. *In*: PINTO JUNIOR, Mario Engler (Org.). *Trabalhos discentes premiados*: alunos titulados em 2021, 1ª. São Paulo: Dialética, 2023, p. 89-125. p. 101.

to passivo tributário, e sim de um conceito que diante de tantos requisitos previstos na lei, pode assegurar uma melhor precisão na busca da finalidade legal: beneficiar os bons pagadores e punir o *sujeito passivo que recorre ao inadimplemento sistemático, injustificado e substancial como estratégia negocial*.[5]

Esse ponto é relevante. As punições atreladas ao conceito de devedor contumaz, dentre elas a impossibilidade de estar em recuperação judicial, não visam a persecução do crédito tributário. Como se verifica das medidas punitivas prescritas no artigo 13 da LC nº 225/2026 nenhuma delas gera uma forma de cobrança do crédito tributário.[6]

As medidas punitivas promovem o que se pode chamar de justiça entre devedores, negando aos devedores contumazes aquilo que o bom pagador tem direito, já que sua conduta de ausência de recolhimento de tributo como modelo de negócio, auferindo vantagem competitiva desleal, é altamente nociva aos bons contribuintes[7].

A controvérsia em torno da punição relacionada ao regime da recuperação judicial está em que referido regime destina-se justamente para aquele que não se encontra em situação econômica e financeira saudáveis. Certamente existe um risco, aparente, de identidade entre o devedor contumaz e aquele em situação própria da recuperação judicial. No entanto, referido risco deve ser minorado com a aplicação correta da LC nº 225/2026 e no acertado entendimento dos limites e finalidades do regime recuperacional. Em outras palavras:

---

5 *Ibidem.* p. 102.

6 O que não seria constitucional, tendo em vista jurisprudência consolidada do Supremo Tribunal Federal, sistematizada nas Súmulas 70, 323 e 547, que vedam a utilização das chamadas sanções políticas como meio coercitivo indireto para a cobrança de tributos. Muito pelo contrário, o Supremo Tribunal Federal tem considerado válido o enquadramento feito por estados de devedores contumazes, não identificando como sanção política, vide ADI 4.854/RS (Relator Min. Nunes Marques) e ADI 7.513/SP (Relator Min. Cristiano Zanin).

7 A livre concorrência possui status de princípio geral constitucional atrelado à ordem econômica, conforme art. 170 da Constituição Federal.

não há identidade, ou ao menos não deveria haver, entre o devedor contumaz e o destinatário da recuperação judicial.

Essa afirmação, que em realidade é apenas uma conjectura inicial baseada em conceitos e princípios, parece estar minimamente embasada no que já temos de experiência de devedores contumazes das legislações estaduais. Até o presente momento, mais de 20 estados possuem legislação de devedor contumaz, e não se tem notícia de que vários desses devedores contumazes estejam em recuperação judicial.[8]

A recuperação judicial destina-se ao devedor em crise econômico-financeira viável, cuja inadimplência decorre de dificuldades reais e superáveis, e não de uma estratégia deliberada de não pagamento. Se assim for, a interpretação da inadimplência injustificada não pode ser construída de forma isolada, sob pena de equiparar situações ontologicamente distintas: o devedor estruturalmente inviável ou oportunista e aquele que, embora inadimplente, busca reorganizar-se dentro dos mecanismos legais disponíveis.

1.5. O devedor contumaz não é o destinatário da recuperação judicial brasileira.

É precisamente nesse ponto que se estabelece o elo central deste artigo: o devedor contumaz, tal como concebido pela LC nº 225/2026, não pode ser o destinatário típico da recuperação judicial, sob pena de esvaziamento da finalidade de ambos os institutos. A construção desse raciocínio, contudo, exige avançar para além da definição tributária da contumácia, examinando o papel da recuperação judicial e da falência no sistema concursal brasileiro.

Resumir o regime recuperacional brasileiro a uma interpretação restritiva do artigo 47 da lei nº 11.101/05 para concluir que o ob-

---

8 Ao menos duas leis estaduais, do Mato Grosso e Goiás, excluem o devedor em recuperação judicial do conceito de devedor contumaz. CARNEIRO, Júlia Silva Araújo, O conceito de devedor contumaz no direito tributário. In: JUNIOR, Mario Engler Pinto (Org.). *Trabalhos discentes premiados*: alunos titulados em 2021, 1a. São Paulo: Dialética, 2023, p. 89-25. p. 111/114.

jetivo principal da recuperação judicial é a preservação da empresa é irresponsável. Por isso é necessária uma correta conceituação da recuperação judicial brasileira.[9]

À luz das balizas fixadas pelo Banco Mundial[10] e pela Comissão das Nações Unidas para o Direito do Comércio Internacional (UNCITRAL),[11] os procedimentos concursais — e não apenas aqueles destinados à recuperação de empresas — devem ser estruturados de modo a promover a maximização do valor econômico dos ativos, sem prejuízo da observância do princípio do tratamento isonômico entre credores que se encontrem em situações equivalentes. Em outras palavras, o sistema de insolvência deve operar simultaneamente como mecanismo de liquidação célere de empresas inviáveis e de preservação daquelas que demonstrem viabilidade econômica, valendo-se de seus instrumentos jurídicos para favorecer uma alocação mais eficiente, rápida e produtiva dos ativos empresariais.[12]

Para uma breve incursão histórica no plano doutrinário acerca das finalidades do direito da insolvência — passagem que se mostra relevante para a adequada compreensão de seus objetivos contemporâneos — é inevitável a referência a Thomas Jackson. Ao inaugurar o

---

9 CEREZETTI, Sheila Christina Neder. *A recuperação judicial de sociedade por ações*: princípio da preservação de empresa na Lei de Recuperação e Falência. São Paulo: Malheiros, 2012.

10 BANCO MUNDIAL. *Principles for effective insolvency and creditor/debtor regimes*. World Bank Group Insolvency & Debt Resolution Technical Assistance Program. Washington, D.C.: World Bank, 2015.

11 UNITED NATIONS COMMISSION ON INTERNATIONAL TRADE LAW (UNCITRAL). *Legislative guide on insolvency law*. New York: United Nations Publication, 2005.

12 Gurréa Martínez diferencia muito bem os fundamentos econômicos e financeiros relativos à empresa insolvente para chegar a conclusões a respeito do melhor caminho que deve ser dado a uma empresa, se a sua liquidação – com venda segmentada ou unitária – ou reestruturação. E tudo gira em torno do valor dos ativos da empresa, ou seja, se ela vale mais reestruturada ou mediante venda unitária, ou até mesmo, e o que parece ser o mais comum, por meio de vendas unitárias. E com isso elenca de forma bastante figurativa os conceitos de valor da atividade em si, o *going concern surplus*. GURREA MARTÍNEZ, Aurelio. Objetivos y fundamentos del derecho concursal. *In*: ROUILLON, Adolfo; GURREA MARTÍNEZ, Aurelio (org.). *Derecho de la insolvencia: un enfoque comparado y funcional*. Barcelona: Bosch, 2022. p. 23-41. p. 25.

debate moderno sobre os limites e a função do direito concursal, o autor sustenta que a insolvência deve ser compreendida como um mecanismo coletivo de satisfação de créditos.

Em contextos marcados pela insuficiência patrimonial do devedor para adimplir a totalidade de suas obrigações, os principais problemas a serem enfrentados pelo direito da insolvência consistem, de um lado, na definição dos limites do que pode ser legitimamente exigido pelos credores e, de outro, na disciplina da relação jurídica entre múltiplos credores concorrentes sobre um mesmo patrimônio escasso.[13]

A partir dessas premissas, Jackson inaugura uma vertente teórica que fundamenta o direito da insolvência em pressupostos da análise econômica do direito, atribuindo centralidade ao caráter funcional das normas concursais e à sua capacidade de organizar, de maneira racional e eficiente, a cobrança coletiva das dívidas.[14]

Nessa perspectiva, sustenta-se que a adoção de um regime de cobrança coletiva dos créditos do devedor insolvente produz ganhos relevantes de eficiência, na medida em que reduz os custos transacionais inerentes à multiplicidade de execuções individuais e, ao mesmo tempo, amplia as possibilidades de uma destinação economicamente mais vantajosa dos bens que integram o patrimônio do insolvente, sobretudo por meio de mecanismos de realização conjunta desses ativos.[15]

Em sentido diverso, desenvolveu-se outra vertente doutrinária voltada à definição das finalidades do direito da insolvência, impul-

---

13 JACKSON, Thomas H. *The logic and limits of bankruptcy law*. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1986. p. 3-4.

14 *Ibidem*, p. 8.

15 Essa análise econômica do direito da insolvência, apesar de inovadora em seu tempo, não pode ser realizada de forma isolada já que *if the inquiry over bankruptcy policy becomes nothing more than a debate over allocative efficiency, it will pass over crucial elements of the policy scheme that cannot be so neatly tied up in economic models*. WARREN, Elizabeth. Bankruptcy policymaking in an imperfect world. *Michigan Law Review*, v. 92, p. 336-387, 1993. p. 343.

sionada pela percepção de que a lógica estritamente centrada na maximização do retorno aos credores não seria suficiente para dar conta da complexidade dos interesses envolvidos. Nesse processo de ampliação conceitual, a chamada corrente distributivista passa a incorporar, entre os objetivos do sistema concursal, a tutela de interesses de natureza coletiva, reconhecendo a preservação da empresa como valor autônomo do próprio regime de insolvência, e não apenas como instrumento eventual de satisfação creditícia.[16]

O modelo norte-americano de insolvência construiu-se a partir de uma solução intermediária entre essas duas matrizes teóricas, combinando a preocupação com a tutela dos credores e a maximização do valor dos ativos com a possibilidade de manutenção da atividade empresarial.

Em alguma medida, o direito brasileiro[17] inspirou-se nessa experiência, incorporando um desenho normativo que procura compatibilizar a satisfação do crédito com a preservação da empresa, sem, contudo, erigi-la à condição de finalidade absoluta do sistema, submetendo-a, ao contrário, a parâmetros objetivos como a efetiva viabilidade econômica do devedor.[18]

---

16 BARBOSA SACRAMONE, Marcelo, *Recuperação Judicial. Dos objetivos ao procedimento.*, [E-book]. São Paulo: SaraivaJur, 2024. p. 53.

17 Essa situação no direito brasileiro surgiu com a lei nº 11.101/05, já que até sua promulgação *os interesses a serem tutelados pela insolvência do comerciante restringiam-se à satisfação dos créditos. Quer seja pela disciplina falimentar, quer pela concordatária, as leis nacionais estruturavam a realização do ativo ou sua prevenção ou suspensão diante da maior satisfação dos credores. Nas palavras de Cerezetti, "tratava-se, portanto, de uma visão liquidatório-solutória, que colocava em relevo o necessário pagamento dos credores e buscava repelir do mercado o devedor inadimplente" Ibidem*, p. 74.

18 *Por meio dos objetivos pretendidos pela legislação brasileira, pode-se constatar que o legislador brasileiro almejou, diante da disciplina dos procedimentos de insolvência, não mais satisfazer exclusivamente os interesses dos credores por meio da maximização do valor dos ativos do devedor, mas atender aos interesses de todos os afetados pelo desenvolvimento da atividade empresarial, sejam eles os devedores, os credores, os consumidores, os trabalhadores, a coletividade em que inserida a empresa, o interesse público no desenvolvimento do mercado etc. Ibidem*, p. 87.

A conservação da empresa não é a única finalidade da recuperação judicial, e muito menos pode ser utilizada de modo a atuar contra as próprias forças do mercado, é dizer, ela deve ser um meio que permita uma maior satisfação dos credores e dos outros autores sociais frente à liquidação.[19]

Dito isso, a definição do sujeito destinatário do regime recuperacional brasileiro deve ser entendido como aquele que, preenchidos os requisitos puramente formais do artigo 48 da lei falimentar, possui uma atividade econômica e finaceiramente viável e não esteja utilizando o instituto com finalidade fraudulenta, leitura dos artigos 47, 48 e 51-A, §6º da lei nº 11.101/05.

Os requisitos formais do artigo 48 da lei falimentar não são os únicos necessários para o deferimento do processamento de uma recuperação judicial, à eles deve-se somar o requisito incluído pela Lei nº 14.112/20 no art. 51-A, §6º. O instituto da constatação prévia, ainda que tenha abrangência restrita e efetividade duvidosa[20], exige, para o

---

19 [...]?el Derecho concursal debería actuar el principio de conservación de la empresa. El error de esta idea reside en sustituir lo que puede hacer el Derecho concursal, por lo que debe hacer el Derecho concursal. El Derecho concursal puede contribuir a conservar una empresa. Tal como hemos visto, el Derecho concursal ha de determinar cuál es el destino que maximiza la utilidad del patrimonio del deudor, y si resulta que ese destino exige mantener operativo ese patrimonio, no hay razón alguna para no actuar en consecuencia. Ahora bien, esto es muy distinto que afirmar que el principio de conservación de la empresa debe sobreponerse a la finalidad de maximización del valor del patrimonio del deudor. En realidad, esto último sería tanto como decir que el Derecho concursal no es una pieza del sistema de extinción de las obligaciones, sino un instrumento de política industrial. BISBAL MÉNDEZ, Joaquín. La insoportable levedad del derecho concursal. *Revista de Derecho Mercantil*, Madrid, p. 1-15, 1994. p. 9.

20 *A verificação da fraude não é tarefa simples e muitas vezes pode advir da própria constatação das reais condições de funcionamento. No entanto, ela pode ser mais elaborada e de difícil detecção nesse momento inicial, já que irá depender de o perito e o juiz analisarem com minúcia não só os documentos contábeis, como os demais indícios fáticos relacionados à fraude. E, mais uma, vez devemos questionar: será que o perito e o juiz possuem condições técnicas para aferição, neste momento, de uma fraude estruturada com a finalidade de utilizar da recuperação judicial para auferir os benefícios da lei e lesar seus credores? Aliás, será que mesmo possuindo condições técnicas é isso que se espera desses profissionais, levando em consideração que a própria lei limita o que pode ser analisado nesse momento inicial?* DE OLIVEIRA BARCIA, Roberta; RIBEIRO DIAS, Leonardo Adriano, Fraudes em processos de recuperação

deferimento da inicial de uma recuperação judicial, a ausência de fraude na utilização do instituto recuperacional.

Nesse contexto, a análise do interesse processual — na modalidade adequação — passa a abranger não apenas a verificação da existência formal da empresa e do exercício regular da atividade empresarial por, ao menos, dois anos, mas também a aferição de que a recuperação judicial não esteja sendo utilizada com desvio de finalidade.

Como assinalam Daniel Carnio Costa e João Oliveira Rodrigues Filho, a análise preliminar deve se concentrar na capacidade da empresa de *gerar empregos, tributos, produtos, serviços e riquezas*, justamente para evitar que sociedades sem atividade econômica real ou sem retorno social relevante se valham do processo recuperacional para impor negociações aos credores sem qualquer contrapartida.[21]

Essa lógica conduz à exclusão do regime recuperacional daquelas empresas que estruturam seu modelo de negócios a partir do inadimplemento sistemático de obrigações tributárias. Se a geração de tributos constitui elemento indissociável da função social da empresa e da própria justificativa do instituto da recuperação judicial, não se pode reconhecer como destinatária do regime uma sociedade que deliberadamente não recolhe tributos como estratégia concorrencial. Trata-se de hipótese em que a empresa, embora formalmente ativa e produtora de bens ou serviços, não atende ao requisito material exigido pelo artigo 51-A, §6º, da Lei nº 11.101/2005, por utilizar a recuperação judicial de modo incompatível com suas finalidades legais.

Não por outra razão, a doutrina é clara ao afirmar que a recuperação judicial *não é ferramenta judicial adequada para uma empresa em crise estrutural e que não pode ser recuperada*, reforçando a

---

judicial sob a perspectiva do credor tributário, *Revista de Direito Empresarial – RDEmp*, São Paulo, v. 22, n.3, p.13–30, 2025.

21 COSTA, Daniel Carnio; RODRIGUES FILHO, João de Oliveira. *Prática de insolvência empresarial:* decisões judiciais em recuperação de empresas e falências. Curitiba: Juruá, 2019.

ideia de que o instituto não se presta a preservar atividades economicamente inviáveis ou modelos empresariais fundados na supressão deliberada de deveres legais.[22]

Nesse contexto, a vedação prevista no art. 13 da LC nº 225/2026, ao impedir que o devedor contumaz se valha da recuperação judicial como instrumento de soerguimento, revela-se, em larga medida, decorrência natural da correta aplicação dos pressupostos e das finalidades da Lei nº 11.101/2005.

A possível incompatibilidade entre essas duas figuras somente nascerá por meio de uma aplicação distorcida ou equivocada dessas normas e seus eventuais efeitos, hipótese que somente poderá ser analisada se e quando se materializar, sob pena de se incorrer em juízos meramente especulativos. Em termos objetivos, não há elementos que indiquem que o devedor contumaz, tal como definido na LC nº 225/2026, se confunda com o sujeito destinatário da recuperação judicial.

Há, contudo, um argumento que poderia, em tese, aproximar essas duas categorias: a fraude não figura como requisito constitutivo essencial em nenhuma das duas legislações.

De fato, a caracterização do devedor contumaz independe, formalmente, da comprovação de fraude, assim como a fraude não é objeto de exame necessário em todos os processos de recuperação judicial, restringindo-se, em regra, às hipóteses em que se instaura a constatação prévia.

Ainda assim, essa aproximação revela-se apenas aparente. Isso porque o preenchimento do requisito previsto no artigo 11, §2º, III, da LC nº 225/2026 decorre, na maior parte dos casos, de condutas que se inserem em um contexto de atuação fraudulenta ou, ao menos, abusiva do devedor. Do mesmo modo, não se concebe, à luz do sistema falimentar, a continuidade de um processo de recuperação

22 *Ibidem.*

judicial após a verificação de fraude relevante, ainda que inexistente constatação prévia no momento do deferimento inicial.

Até aqui temos a convergência das legislações a respeito da impossibilidade de o devedor contumaz ter deferido o processamento de uma recuperação judicial. E o caso de, após o deferimento do processamento de uma recuperação judicial, esse sujeito se tornar um devedor contumaz?

A resposta da LC nº 225/2026 é clara, deve-se convolar a recuperação em falência. A questão, nesse momento, não é essa. A pergunta que se coloca é se, caso não existisse a previsão do art. 13 da LC nº 225/2026, o destino desse sujeito seria diferente?

Em primeiro lugar devemos lembrar que o art. 12 da LC nº 225/2026 prevê um processo administrativo, com garantia de contraditório e ampla defesa, para que ao final possa um devedor ser classificado como contumaz. Durante esse procedimento esse devedor pode iniciar tratativas de transação tributária com o fisco, nos moldes da lei federal nº 13.988/2020. A vedação prevista no artigo 5º da referida lei se restringe ao devedor já declarado contumaz, e não aquele que está ainda se submetendo ao rito do art. 12 da LC nº225/2026.

Em segundo lugar temos o artigo 57 da lei falimentar e a atual jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça.[23] Isso significa que atualmente a concessão da recuperação judicial depende da regularidade fiscal. Ainda que o Plano de Recuperação Judicial proposto pela

---

23 *AGRAVO INTERNO NO RECURSO ESPECIAL. RECUPERAÇÃO JUDICIAL. OBRIGATORIEDADE DE APRESENTAÇÃO DE CERTIDÕES DE REGULARIDADE FISCAL. ADVENTO DA LEI 14.112/2020. PRECEDENTES DO STJ. AGRAVO INTERNO DESPROVIDO. 1. A jurisprudência predominante atualmente nas Turmas de Direito Privado deste Tribunal, é na esteira de que, com a entrada em vigor da Lei n. 14.112/2020, é imprescindível à concessão da recuperação judicial a comprovação da regularidade fiscal das empresas em recuperação, com a apresentação das certidões negativas de débito tributário (ou positivas com efeito de negativa), na forma do art. 57 da Lei n. 11.101/2005. 2. Agravo interno desprovido.* (BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Agravo Interno no Recurso Especial n. 2.156.884/RJ. Relator: Min. Marco Aurélio Bellizze. Julgado em: 11 nov. 2024. *Diário de Justiça Eletrônico*, Brasília, 2024.

sociedade tenha sido aprovado pela maioria de seus credores concursais, a recuperação judicial somente será deferida com a homologação do referido plano pelo juiz se a sociedade apresentar as certidões negativas, ou positivas com efeitos de negativas, dos entes federados que possuem legislação especial de equacionamento fiscal para empresas em recuperação judicial.

Isso significa que, ainda que o centro decisório da viabilidade econômica e financeira de uma sociedade em recuperação seja a Assembleia de credores, da qual o fisco não faz parte, sua decisão está condicionada ao equacionamento da dívida tributária.[24]

Aqui, portanto, já temos duas balizas da lei falimentar contra a continuidade de uma recuperação judicial de um devedor contumaz. Sendo ele contumaz – aquele que exercita o inadimplemento substancial, reiterado e injustificado de tributos como modelo de negócio – não terá o seu negócio viabilidade econômico e financeira, de modo que seu plano de recuperação não deveria ser aprovado, o que geraria a convolação da recuperação judicial em falência, nos moldes do art. 73 da lei falimentar.

---

24 Já discutimos em outra oportunidade a desconexão entre a aprovação de planos de recuperação judicial e a real viabilidade econômico e financeira deles, demonstrando que, em que pese caber aos credores a última palavra sobre a viabilidade de uma sociedade em recuperação judicial, em razão de fragilidades estruturais do sistema falimentar brasileiro, essa competência tem sido mal exercida. Inobstante tal fato, que também serve de alerta para possíveis incongruências que possam vir a surgir em relação ao devedor contumaz e o regime recuperacional, para o caso aqui debatido existe a previsão expressa e atualmente exigível pelos tribunais do art. 57 da Lei n 11.101/05. Não é demais reafirmar: *De acordo com o Observatório da Insolvência, 92% dos planos de recuperação são aprovados pelos credores, mas apenas 24% são cumpridos nos dois primeiros anos. Essa discrepância sugere uma possível desconexão entre a aprovação dos planos e sua real viabilidade, considerando que a maioria dos processos envolve grandes empresas e grupos econômicos, e não micro ou pequenas empresas. Além disso, o estudo aponta que os credores quirografários enfrentam prazos médios de nove anos para receber pagamentos, com deságios de até 54,3%.*
Diante desses números, surge a dúvida: estariam os credores aprovando planos inviáveis ou haveria um desvirtuamento do sistema recuperacional? DE OLIVEIRA BARCIA, Roberta; RIBEIRO DIAS, Leonardo Adriano, Fraudes em processos de recuperação judicial sob a perspectiva do credor tributário, *Revista de Direito Empresarial – RDEmp*, São Paulo, v. 22, n.3, p.13-30, 2025. p. 18-19.

Ainda que referido plano seja aprovado, ele não poderá ser homologado pelo juízo falimentar por ausência das certidões fiscais[25], o que também poderia gerar a convolação em falência, mas atualmente gera a suspensão do processo recuperacional, conforme jurisprudência do STJ.[26]

Em qualquer dos casos, o devedor que se torna contumaz após o processamento de sua recuperação judicial não terá a concessão da recuperação com o início do cumprimento do plano, e terá o fim de eventuais benefícios atrelados ao regime recuperacional, como a suspensão das execuções singulares. Essa é a atual previsão da lei falimentar para o devedor contumaz. O art. 13 da LC nº 225/2026 parece coerente com a atual normativa concursal.

E por fim, uma última hipótese poderia ser explorada: a sociedade que já teve seu plano de recuperação homologado e a recuperação concedida, encontrando-se no período de 2 anos previsto do art. 61 da lei falimentar, é declarada devedora contumaz. Nesse caso a lei falimentar também concede solução: a convolação da recuperação em falência por descumprimento da transação ou parcelamentos, art. 73, V da Lei nº 11.101/05.

Nessa hipótese, presume-se que a concessão da recuperação se deu com base na apresentação de certidões fiscais, de modo que,

---

25 Cumpre afastar o argumento segundo o qual as condições oferecidas pelos credores tributários seriam incompatíveis com a realidade das empresas em recuperação judicial, o que permitiria a aprovação de planos supostamente viáveis baseados em deságios e parcelamentos mais vantajosos negociados apenas com credores privados, à margem da transação fiscal. Os dados empíricos não sustentam essa premissa.
Conforme estudo do Observatório de Insolvência, os credores quirografários enfrentam prazos médios de aproximadamente nove anos para o recebimento de seus créditos, com deságios que podem alcançar 54,3%. Quando esses parâmetros são comparados às condições previstas nos regimes legais de transação tributária, verifica-se que, em diversos casos, a transação fiscal se mostra mais vantajosa do que aquelas usualmente estabelecidas nos próprios planos de recuperação judicial. OBSERVATÓRIO DA INSOLVÊNCIA, *Processos de Recuperação Judicial no Rio de Janeiro*, São Paulo: Associação Brasileira de Jurimetria, 2022.

26 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Recurso Especial n. 2.053.240/SP. Relator: Min. Marco Aurélio Bellizze. Julgado em: 17 out. 2023. *Diário de Justiça Eletrônico*, Brasília, 2023.

se foi declarado devedor contumaz é porque já não mais ostenta essa situação por descumprimento de parcelamentos ou transação, motivo legal de convolação da recuperação em falência.

Parece claro que, ainda que não existisse o art. 13 da LC nº 225/2026, o destino de um devedor contumaz ao pedir uma recuperação judicial ou já estar submetido a uma, na forma da atual legislação falimentar, não seria diferente daquele previsto pela nova legislação tributária. E isso corrobora o ponto inicial desse estudo: o devedor contumaz não se confunde com o destinatário da recuperação judicial.

2. Legitimidade da Fazenda Pública no pedido de falência.

A conclusão alcançada no capítulo anterior — de que o devedor contumaz não se confunde com o destinatário típico da recuperação judicial — ganha reforço adicional quando se observa que o próprio microssistema da Lei nº 11.101/2005 já dispõe de mecanismos suficientes para reagir a condutas de inadimplência estrutural e de disfuncionalidade concorrencial, inclusive por meio da falência requerida por credores públicos.

Do ponto de vista estritamente normativo, a legitimação ativa é direta: o artigo 97, IV, da Lei nº 11.101/2005 atribui a iniciativa falimentar a *qualquer credor*, sem distinguir credores públicos e privados. Em complemento, o art. 94, §2º, funciona como filtro objetivo ao estabelecer que apenas créditos não reclamáveis na falência não legitimam o pedido.

Isso significa que, a contrário senso, créditos reclamáveis legitimam a iniciativa. A partir do momento em que o ordenamento reconhece, expressamente, a presença do crédito público no concurso falimentar — inclusive com disciplina própria — a objeção clássica de via inadequada perde densidade dogmática.

Esse raciocínio foi incorporado pela reforma promovida pela Lei nº 14.112/2020,[27] que instituiu o Incidente de Classificação do Cré-

27 Antes mesmo da modificação legislativa o STJ já entendia ser uma faculdade da Fazenda

dito Público (ICCP), previsto no art. 7º-A da Lei nº 11.101/2005. O dispositivo determina a instauração de ofício do incidente pelo juízo, com intimação eletrônica da Fazenda Pública para apresentação da relação completa de seus créditos inscritos em dívida ativa. A inovação *rompeu com o modelo anterior*,[28] *no qual a Fazenda tinha controle exclusivo sobre o ingresso de seus créditos na falência*,[29] e passou a integrar expressamente o crédito público ao regime concursal.

E dentro dessa evolução legislativa e jurisprudencial, o Superior Tribunal de Justiça deu um passo explícito nessa direção. No REsp 2.196.073/SE,[30] a 3ª Turma, por unanimidade, reconheceu que a Fazenda Pública possui legitimidade e interesse processual para requerer a falência quando a execução fiscal previamente ajuizada se mostrar frustrada, assentando que o art. 97, IV da lei falimentar não comporta distinção entre credores públicos e privados e que o interesse de agir emerge da ineficácia do meio executivo ordinário.

Na mesma linha, em decisão recente da 1ª Vara Empresarial do Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro, foi recebido e

---

Pública habilitar seus créditos no processo falimentar, vide REsp 1103405/MG. BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Segunda Turma. Recurso Especial n. 1.103.405/MG. Relator: Ministro Castro Meira. Julgado em: 2 abr. 2009. *Diário de Justiça Eletrônico*, Brasília, 2009.

28 Mais recentemente, a questão foi reafirmada pelo Superior Tribunal de Justiça, no âmbito do Recurso Especial nº 1.839.843, quando se verificou a faculdade de o Fisco "*optar pela via que reputar mais adequada à satisfação de seu crédito, sem sujeitá-lo obrigatoriamente ao juízo universal*". Em outras palavras, o STJ, mais uma vez, e com a ressalva da impossibilidade de a Fazenda manter uma dúplice garantia, confirmou a conveniência e oportunidade do Fisco em "*requerer a habilitação de seus créditos nos autos do procedimento falimentar (...) o que implicará renúncia a utilizar-se do rito previsto na Lei n. 6.830/80, ante o descabimento de garantia dúplice*" BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Segunda Seção. Recurso Especial n. 1.839.843. Relator: Min. Raul Araújo. Julgado em: 31 maio 2023. *Diário de Justiça Eletrônico*, Brasília, 2023.

29 DE OLIVEIRA BARCIA, Roberta; GAIO SOUZA, João Marcelo. A incompatibilidade entre o incidente de classificação do crédito público e o prazo decadencial do art. 10, § 10, da Lei nº 11.101/05. In: *Anais do II Congresso Nacional da Dívida Ativa.* 2025. p. 257-270. p. 261.

30 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Recurso Especial n. 2.196.073/SE (2025/0036277-4). Relatora: Ministra Nancy Andrighi. Julgado em: 5 fev. 2026. *Diário de Justiça Eletrônico,* Brasília, 2026.

processado pedido de falência ajuizado em litisconsórcio ativo pela União e pelo Estado do Rio de Janeiro, com fundamento nos arts. 94, II e III, e 97, IV, da LRF, registrando-se expressamente que *não há vedação legal* ao requerimento fazendário e que o entendimento antigo firmado sob o Decreto-Lei nº 7.661/45 perdeu substrato diante das alterações legislativas posteriores, em especial a Lei nº 14.112/2020.[31]

Retoma-se, aqui, o argumento central relativo ao art. 13 da LC nº 225/2026. Uma das leituras possíveis do dispositivo seria a de que ele teria criado nova legitimidade para a Fazenda Pública requerer a convolação da recuperação judicial em falência do devedor contumaz. Contudo, parece claro que tal legitimidade — bem como o interesse de agir correspondente — já decorre diretamente da própria Lei nº 11.101/2005.

No momento em que a Fazenda Pública passou a atuar na falência como os demais credores, habilitando seus créditos, bem como possui hipóteses legais de legitimidade para requerer a convolação da recuperação em falência, a previsão do art. 13 da LC nº 225/2026 se encontra de acordo com o microssistema concursal brasileiro.

3. A falência como um mecanismo de conservação da atividade empresarial e retirada do mercado do devedor contumaz.

A falência contemporânea não pode ser descrita, com fidelidade, como simples mecanismo punitivo ou mera via de execução privada ampliada. A reforma promovida pela Lei nº 14.112/2020 explicitou, no art. 75, objetivos que reposicionam o instituto como instrumento de política jurídica econômica, voltado a preservar e otimizar

31 *Para fins de pedido de falência não há distinção prevista entre a fazenda e os demais credores*. RIO DE JANEIRO (Estado). Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro. 1ª Vara Empresarial da Comarca da Capital. Processo n. 3065177-75.2025.8.19.0001. Decisão de 4 de fevereiro de 2026. Juíza: Priscila Fernandes Miranda Botelho da Ponte. Rio de Janeiro, 2026.

a utilização produtiva de bens e ativos, permitir a liquidação célere de empresas inviáveis e favorecer a realocação eficiente de recursos, com estímulo ao empreendedorismo, inclusive por meio do retorno célere do empreendedor falido.[32]

Esse redesenho é crucial para o tema do devedor contumaz por duas razões.

A primeira é conceitual: a tutela do sistema concursal recai sobre a atividade econômica socialmente útil. Quando a personalidade jurídica é usada como manto operacional para práticas incompatíveis com o mercado formal (inadimplemento sistemático como estratégia, ocultação patrimonial), a preservação deixa de ser valor e passa a ser subsídio jurídico à deslealdade concorrencial. O foco, portanto, deve recair na preservação do *going concern* quando ele for preservável, e, quando não for, na preservação dos seus efeitos úteis por substituição de controle e realocação racional de ativos.[33]

A segunda razão é operacional: o juízo falimentar dispõe de ferramentas que não se confundem com a execução fiscal típica e

---

32 Aliás, precisas as lições de Fábio Ulhoa Coelho, corroborando ponto já abordado nesse estudo, a respeito da aprovação de planos de recuperação judicial de empresas inviáveis: *enquanto não houver mais eficiência na liquidação falimentar (medida pelo percentual do pagamento feito aos credores, em relação ao total do crédito), a negociação coletiva no âmbito da recuperação judicial não será inteiramente livre; enquanto, em outras palavras, o credor estimar que a falência do devedor inevitavelmente levará à perda total do crédito, ele estará pressionado a votar pela aprovação de planos de recuperação inconsistentes, como meio de minorar o prejuízo.* p. 290

33 *Por su parte, por eficiencia ex post nos referiremos a la capacidad del Derecho concursal para maximizar el grado de satisfacción de los acreedores y contribuir a la asignación eficiente de recursos en la economía, que será un objetivo que dependa, esencialmente de dos factores: (i) la minimización de los costes directos e indirectos generados por una situación de insolvencia; y (ii) la asignación eficiente de los activos del deudor, ya sea mediante una reorganización, convenio o acuerdo alcanzado entre el deudor y sus acreedores, una venta en bloque de la empresa o de alguna de sus unidades productivas (going concern sale), o una liquidación con venta fragmentada de los activos del deudor (piecemeal liquidation)* GURREA MARTÍNEZ, Aurelio. Objetivos y fundamentos del derecho concursal. *In*: ROUILLON, Adolfo; GURREA MARTÍNEZ, Aurelio (org.). *Derecho de la insolvencia: un enfoque comparado y funcional.* Madrid: Bosch, 2022. p. 23-41. p. 25-27.

que têm aptidão específica para impedir dispersão patrimonial, promover arrecadação universal, organizar a realização do ativo segundo a lógica concursal e permitir soluções de continuidade empresarial por meio de alienações estruturadas (como UPI), preservando empregos e cadeia produtiva sob direção idônea.

Por isso, a falência pode funcionar, paradoxalmente, para quem ainda a lê com lentes de 1945, como técnica de preservação de benefícios econômicos e sociais, pela substituição do sujeito econômico ineficiente e pela realocação rápida e produtiva dos ativos. Tornar a falência eficiente é fundamental para a sua utilização como preconiza o artigo 75 da lei falimentar.[34]

É nessa chave que se compreende a observação doutrinária de Marcelo Sacramone, ao explicar que a insolvência falimentar decorre de uma presunção jurídica ancorada nos pressupostos objetivos do art. 94, e que, justamente por se tratar de presunção legal, não se abre ao devedor uma prova longa sobre eventual superioridade do ativo sobre o passivo, pois isso importaria dilação incompatível com a urgência de tutela dos bens jurídicos em risco. Em outras palavras: o sistema prefere decidir rápido com base em critérios legais objetivos, porque o custo social da demora — sobretudo em cenários de opacidade patrimonial e risco de dissipação — pode ser maior do que o risco, excepcional, de uma falência superavitária.[35]

Na mesma linha, Daniel Cárnio e Alexandre Nasser de Melo, ao interpretar os dispositivos do art. 75 da lei falimentar defendem a falência como um mecanismo apto a *preservar e otimizar a utilização*

---

34 *O principal instrumento para a ampliação da eficiência da falência consiste em priorizar o início da liquidação, por meio da aceleração da realização do ativo [...] a Reforma de 2020 criou estímulos para o administrador judicial se concentrar na liquidação do ativo da massa, antes de prestar atenção no passivo*. ULHOA COELHO, Fábio. *Comentários à Lei de Falências e de Recuperação de Empresas*, 14ª ed. São Paulo: Thomson Reuters, 2021. p. 291

35 BARBOSA SACRAMONE, Marcelo, *Recuperação Judicial. Dos objetivos ao procedimento.*, [E-book]. São Paulo: SaraivaJur, 2024. p. 723-724

produtiva dos bens, ativos e recursos produtivos, defendendo uma *liquidação célere das empresas inviáveis com vista à realocação eficiente de recursos na economia*. E concluem que agindo assim poderemos ter uma falência que ao mesmo tempo que preserva os benefícios econômicos e sociais, diminui o risco para o mercado, evitando que sejam realizados novos negócios e que se criem expectativas com um agente econômico que tem pouca probabilidade de cumpri-las.[36]

Manoel Justino Bezerra Filho foi preciso ao interpretar o que o artigo 75 da lei falimentar deve significar: *o que o art. 47 significa para a recuperação, este art. 75 significa para a falência*. E continua ao definir o art. 75 não apenas como uma norma de conduta processual, mas também como a positivação da intenção do legislador, ao imprimir a possibilidade de aproveitamento da estrutura de trabalho e do próprio estabelecimento, para que outro grupo financeiro ou empresarial interessado continue exercendo a atividade que era exercida pelo falido.[37]

Nesse cenário, a falência se torna especialmente relevante para o enfrentamento do devedor contumaz: ela opera como mecanismo de saneamento de mercado, retirando do circuito competitivo o agente que depende do inadimplemento reiterado para sobreviver e que, por isso, contamina a concorrência e desorganiza os incentivos do mercado formal. A preservação que interessa ao sistema, aqui, não é a preservação da mesma pessoa jurídica, mas a preservação da atividade, dos postos de trabalho e da unidade produtiva sob novo controle, com reinserção dos ativos na economia em bases regulares.

Dessa forma, parece que o mais urgente no sistema concursal brasileiro não é a recuperação do devedor contumaz, e sim a recupe-

---

36 CARNIO COSTA, Daniel; NASSER DE MELO, Alexandre. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 6a Ed. Curitiba: Juruá, 2025.p. 524

37 BEZERRA FILHO, Manoel Justino. *Lei de recuperação de empresas e falência*: Lei 11.101/2005 comentada artigo por artigo. São Paulo: Thomson Reuters, 2021. p. 347

ração da falência como um instituto que signifique mais que apenas a morte de uma pessoa jurídica. Esse entendimento foi expressamente incluído pelo legislador no artigo 75 da lei nº 11.101/05 desde 2020, cabe agora, aos aplicadores da lei, a sua correta utilização. É preciso superar a noção de que a falência é um mecanismo ineficiente, com isso, a recuperação judicial deixará de ser utilizada por empresários inviáveis e será um *ambiente realmente livre para os credores negociarem racionalmente*.[38]

Conclusão.

A entrada em vigor da LC nº 225/2026 não inaugura um novo sistema de insolvência, tampouco subverte as finalidades da recuperação judicial. O que este estudo demonstrou é que, antes mesmo do art. 13, a Lei nº 11.101/2005 já continha mecanismos suficientes para afastar do regime recuperacional empresas inviáveis, fraudulentas ou estruturadas sobre o inadimplemento reiterado de obrigações legais.

Ao analisar o conceito legal de devedor contumaz — inadimplente substancial, reiterado e injustificado — e confrontá-lo com a doutrina e a jurisprudência consolidadas sobre a recuperação judicial, verifica-se que as categorias não se sobrepõem. A recuperação judicial destina-se ao devedor viável, cuja crise é superável e cuja atividade gera retorno social e econômico. O devedor contumaz, por definição, não se enquadra nesse perfil.

Também não se identificou inovação relevante quanto à legitimidade da Fazenda Pública para requerer a falência ou pleitear a convolação de uma recuperação judicial em falência. A legitimação já decorria do art. 97 da Lei nº 11.101/2005, foi reforçada pela reforma de 2020 e reconhecida pela jurisprudência recente do Superior Tribu-

38 ULHOA COELHO, Fábio. Comentários à Lei de Falências e de Recuperação de Empresas, 14ª ed. São Paulo: Thomson Reuters, 2021. p. 291

nal de Justiça. O art. 13, nesse ponto, apenas explicita uma consequência que o sistema já comportava.

Assim, não há incongruência estrutural entre a LC nº 225/2026 e a Lei de Recuperação e Falência.

Mas talvez o ponto mais relevante seja outro: o debate sobre o destino do devedor contumaz só é intelectualmente honesto se vier acompanhado de uma reabilitação da falência. A reforma de 2020, ao explicitar no art. 75 objetivos de preservação e otimização produtiva de ativos, liquidação célere de empresas inviáveis e realocação eficiente de recursos, reposiciona a falência como instrumento de política econômica e de saneamento de mercado.

Sob essa lente, afastar o devedor contumaz da recuperação não significa um retrocesso, mas a ativação de uma via concursal compatível com a preservação do que deve ser preservado: atividade útil, empregos, cadeia produtiva e confiança no mercado formal.

Diante de um diploma ainda em fase inicial de aplicação, este estudo não pretende fixar doutrina absoluta. Seu objetivo foi mais modesto — e talvez mais necessário: ler o novo à luz do que já existia, demonstrando que, sob uma interpretação sistemática e prudente, a distinção entre devedor contumaz e destinatário da recuperação judicial não apenas é possível, como é exigência de coerência do próprio ordenamento jurídico.

O PL DA SUBCAPITALIZAÇÃO MATERIAL: NECESSIDADE E ADEQUAÇÃO[1]

THE 'MATERIAL' UNDERCAPITALIZATION BILL: NECESSITY AND ADEQUACY

*Gabriel Braga dos Santos**
*Marcelo Lauar Leite***

Resumo: O artigo examina se há necessidade de atualização legislativa para lidar com a subcapitalização material, entendida como estrutura de financiamento que desloca aos credores riscos do empreendimento por meio de sua estrutura de financiamento. No plano dogmático, sustenta que a resposta por desconsideração da personalidade jurídica por desvio de finalidade em sentido objetivo perde aderência após a Lei 13.874/2019, porque o artigo 50 do Código Civil passou a exigir propósito de lesar credores, o que tornaria a subcapitalização, isoladamente, insuficiente como fundamento do

---

1 Artigo recebido em: 20.02.2026 e aceito em: 08.06.2026.
A titularidade desse trabalho segue a iniciativa CRediT (Contributor Roles Taxonomy), uma taxonomia de atividades tipicamente desempenhadas na produção científica. O primeiro autor é o principal, responsável pelas etapas de conceitualização, investigação, metodologia, administração do projeto, escrita e revisão, enquanto o segundo contribuiu com as etapas de provisão de recursos e supervisão.

* Mestrando do Programa de Pós-Graduação em Direito da Universidade Federal Rural do Semiárido (UFERSA). Bacharel em Direito pela Universidade Federal Rural do Semiárido (UFERSA). Auditor Fiscal de Tributos Municipais. E-mail: gabriel.santos80649@alunos.ufersa.edu.br.

** Professor Adjunto da Universidade Federal Rural do Semiárido (UFERSA, Brasil). Doutor em Direito Empresarial pela Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra (FDUC, Portugal). Mestre e Bacharel em Direito pela Universidade Federal do Rio Grande do Norte (UFRN, Brasil). Investigador do Instituto Jurídico (FDUC). Investigador do Grupo de Pesquisa "*Empresa, Consumo y Derecho*" (*Universidad* da Corua, Espanha). Líder do Grupo de Pesquisa "Direito, Economia e Mercados" (DIREM/UFERSA). Editor-adjunto da Revista Jurídica da UFERSA. Foi *Visiting Researcher* na *Université* de Montréal (UdeM, Canadá). Advogado. Email: marcelo.lauar@ufersa.edu.br

abuso da personalidade jurídica. A partir disso, o texto também registra o percurso legislativo e as alterações sugeridas no Projeto de Lei 2.485/2023 (PL da subcapitalização), que cria dever contínuo de compatibilidade patrimonial e propõe inserir a subcapitalização como fundamento autônomo de desconsideração, avaliando riscos de confusão com insolvência, presunções rígidas e ampliação de litígios. Conclui-se pela conveniência de atualização legislativa, mas não por meio de fórmulas rígidas ou presunções uniformes, para não confundir subcapitalização com insolvência nem punir estruturas legítimas de financiamento.

Palavras-chave: Subcapitalização material. Desconsideração da personalidade jurídica.

Abstract: The article examines whether legislative updating is necessary to address material undercapitalization, understood as a financing structure that shifts the risks of the enterprise onto creditors through the company's capital structure. At the doctrinal level, it argues that piercing the corporate veil based on an objective notion of purpose deviation has become less viable after Law No. 13,874/2019, because Article 50 of the Brazilian Civil Code came to require an intent to harm creditors, which would make undercapitalization, taken alone, insufficient as a basis for abuse of legal personality. The text then records the legislative pathway and proposed amendments to Bill No. 2,485/2023 (the undercapitalization bill), which establishes a continuous duty of patrimonial compatibility and proposes to treat undercapitalization as an autonomous ground for veil piercing, while assessing risks of conflation with insolvency, rigid presumptions, and increased litigation. It concludes that legislative updating may be appropriate, but not through rigid formulas or uniform presumptions, so as not to conflate undercapitalization with insolvency or penalize legitimate financing structures.

Keywords: 'Material' Undercapitalization. piercing the corporate veil.

Sumário: Introdução. 1. A integração responde à subcapitalização material? 1.1 Existe

lacuna de regulação ou lacuna jurídica? 2. Análise da legislação proposta: PL 2485/2023. 2.1. Como legislar sobre a subcapitalização material? Conclusão.

Introdução.

Entende-se a subcapitalização material societária como um fenômeno estrutural de financiamento da atividade empresária caracterizado pela transferência indevida de riscos do empreendimento para credores e terceiros a partir da estrutura financeira. Por uma ótica funcional da responsabilidade limitada, o instituto pressupõe suportar parte do risco empresarial, e quando a sociedade se converte em veículo de alocação assimétrica de riscos, se perderia essa função

Dessa forma, se trata da situação em que a sociedade de responsabilidade limitada passa a operar com desequilíbrio efetivo entre capital próprio e financiamento por capital de terceiros de modo que ocorra a transferência praticamente integral dos riscos empresariais dos sócios para os credores.

No referencial adotado, esse quadro deveria ser analisado como abuso objetivo da personalidade jurídica: não se exigiria, para o enquadramento, a prova de intenção fraudulenta dos sócios, porque o foco recai na inadequação estrutural da estrutura de capital e no resultado de alocação assimétrica de riscos.

A resposta jurídica proposta é a desconsideração da personalidade jurídica (DPJ) por desvio de finalidade em sentido objetivo,[2] pois a limitação de responsabilidade passaria a funcionar fora da finalidade para a qual foi estruturada, servindo como anteparo para

2 Necessário destaque é o de que após a Lei de Liberdade Econômica praticamente se inviabilizou a aplicação da desconsideração por desvio de finalidade objetivo (Cf. LEITE, Marcelo Lauar. Autonomia patrimonial após a Lei de Liberdade Econômica. *Revista Semestral de Direito Empresarial*, Rio de Janeiro, n. 27, p. 23-41, 2020.).

uma organização que desloca o risco do empreendimento aos credores sem base patrimonial compatível. Ademais, se considera, para essa resposta, a complexidade da comprovação de dolo a um estado subcapitalizado, visto que pode ocorrer sem a intenção de subcapitalizar. Também seria demasiadamente difícil demonstrar que atos maquiados pela formalidade regular e pela business judment rule teriam a intenção de transferir os riscos do empreendimento.

O direito positivo brasileiro não menciona expressamente a subcapitalização e o percurso da jurisprudência nacional indicam a preponderância do critério subjetivo mesmo em casos de evidente subcapitalização. Assim, não há uma consequência positivada para a subcapitalização, não sendo tratada na legislação civilista como uma hipótese de DPJ ou de responsabilização, deixando a questão sem uma resposta direta no ordenamento jurídico brasileiro.

Por isso, se passa a verificar se há, no ordenamento pátrio, dispositivos que, de forma integrativa, cumpram tal função. Para isso, se desenvolverá a análise a partir do resultado dessa questão a que chegou Diniz, este que em sua Tese de 2012 entendeu que a adequação técnica para lidar com o fenômeno poderia ser buscada extraindo-se do próprio sistema o fundamento do fim da norma por meio do uso de instrumentos já positivados.[3]

1. A integração responde à subcapitalização material?

Como já exposto, a prática de financiar uma atividade empresarial com excessivo capital de terceiros pode ser um impasse à estabilidade das relações econômicas quando o risco do negócio é transferido aos credores, especialmente pequenos e involuntários.[4] Ao,

---

3 DINIZ, Gustavo Saad. *Subcapitalização societária: financiamento e responsabilidade*. Belo Horizonte: Fórum, 2012, p. 280.

4 FRAZÃO, Ana; COELHO, Fábio Ulhoa; MENEZES, Maurício Moreira; *et al. Lei das sociedades anônimas comentada*. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2025. p. 454-462.

por exemplo, estruturar uma sociedade e executar a atividade com recursos próprios manifestamente insuficientes para os riscos que se propõe a assumir, os sócios podem transferir o ônus do empreendimento para os credores sem a contrapartida das possibilidades de ganhos. Essa socialização objetiva do risco empresarial é o que pode caracterizar a subcapitalização, aumentando consequentemente a insegurança jurídica nacional

As consequências para uma atividade subcapitalizada seriam: nenhuma, por não haver regra sobre isso; a responsabilização direta dos administradores por deveres fiduciários ou, mais especificamente, a DPJ, a depender do referencial teórico seguido. A partir dessa premissa, considerando que a subcapitalização é notadamente um problema a ser enfrentado, surge a necessidade de verificação de duas alternativas: a) No Brasil já há instrumentos suficientes para proteger credores e a economia contra subcapitalização material de forma integrativa ou; b) Há necessidade de transformação no sistema jurídico.

Embora o ordenamento jurídico brasileiro não possua uma norma que coíba explicitamente tal prática, Diniz, a partir de análise funcional dos instrumentos já existentes, apontou uma possível solução, desenvolvendo possíveis bases de resposta à subcapitalização no direito brasileiro. Considerando que a limitação de responsabilidade de sócios não produziria resultados positivos se os benefícios econômicos ultrapassam os parâmetros de sua real função, deveria ocorrer, então, um movimento de adaptação da ordem jurídica para recompor equilibradamente o custo social do instituto jurídico, buscando com isso a proteção adequada dos credores.[5]

Assim, Diniz se valeu da integração das normas para desenvolver os fundamentos jurídicos do sistema brasileiro, que resumidamente seriam:[6] (a) manutenção de estabilidade do crédito na ordem

---

5 DINIZ, Gustavo Saad. *Subcapitalização societária:* financiamento e responsabilidade. Belo Horizonte: Fórum, 2012, p. 207.

econômica (art. 170 da CF); (b) abuso da personalidade por desvio de finalidade, em sentido objetivo, gerado pela disfunção da limitação e responsabilidade, aplicando-se o art. 50 do CC, assim como art. 28, §5º, do CDC e art. 4º da Lei nº 9.605/98 para as matérias específicas que regulamentam; (c) redução teleológica de Larenz, com supressão de lacuna oculta do art. 1º da LSA, dos arts. 1.052 e 1.088 CC, art. 1.094, I, do CC, para cooperativas com capital fixo e art. 993 de sociedades simples que limitam a responsabilidade ao capital, que fundamentam a limitação da responsabilidade no capital da sociedade; (d) perda de eficácia da limitação de responsabilidade do contrato de sociedade.

Ocorre que, diante desses fundamentos, uma nova realidade foi proposta pela Lei de Liberdade Econômica (LLE).

1.1 Existe lacuna de regulação ou lacuna jurídica?

A promulgação da Lei Federal nº 13.874/2019, conhecida como Declaração de Direitos de Liberdade Econômica e originária da Medida Provisória nº 881/2019, fundamentou-se na necessidade de proteger a autonomia patrimonial e coibir a aplicação desmedida da DPJ no cenário brasileiro. De acordo com Marcelo Lauar Leite, investigações jurimétricas apontariam que a jurisprudência pátria frequentemente ignora os pressupostos clássicos do instituto, notadamente o requisito da fraude, para aplicar a medida com base em critérios de ordem social e proteção de vulneráveis.[7]

O legislador buscou estruturar a norma em três pilares: a positivação da autonomia patrimonial no artigo 49-A do Código Civil como instrumento lícito de alocação de riscos, a definição taxativa

---

6 *Ibidem.*

7 LEITE, Marcelo Lauar. Autonomia patrimonial após a Lei de Liberdade Econômica. *Revista Semestral de Direito Empresarial*, Rio de Janeiro, n. 27, p. 23-41, 2020. p. 25.

dos conceitos de desvio de finalidade e confusão patrimonial, e a regulação da responsabilidade de pessoas jurídicas em grupos econômicos.[8]

Durante o trâmite legislativo, o texto original sofreu alterações, destacando-se a supressão do termo "dolosa" na qualificação do desvio de finalidade, sendo tal modificação mero ajuste de técnica legislativa[9], uma vez que as expressões mantidas na lei, como "utilização com o propósito de" e "utilização para", já pressupõem intrinsecamente a intencionalidade e o ânimo fraudulento. Nessa lógica, a explicação mais coerente e alinhada com a finalidade legal (teleologia) é que a retirada da menção explícita ao elemento "doloso" foi uma questão de mera técnica legislativa[10].

Isto ocorre, portanto, porque a própria intencionalidade manifesta nas expressões caracterizadoras do desvio de finalidade ("utilização *com o propósito*" e "utilização *para*") já impõe a prova do ânimo fraudulento.

Deste modo, o mero inadimplemento ou a prática isolada de atos ilícitos não autorizam a desconsideração, sendo necessária a comprovação de que a estrutura societária foi manipulada pelos sócios para fins espúrios. Tal entendimento alinha-se à atual jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça, a qual reforça, desde antes das alterações da LLE, a excepcionalidade da medida e condiciona sua aplicação, ao menos na teoria, à prova efetiva do abuso da personalidade, caracterizado pelo desvio intencional ou pela confusão patrimonial:

---

8 LEITE, Marcelo Lauar. Autonomia patrimonial após a Lei de Liberdade Econômica. *Revista Semestral de Direito Empresarial*, Rio de Janeiro, n. 27, p. 23-41, 2020. p. 26-27.

9 LEITE, Marcelo Lauar. Autonomia patrimonial após a Lei de Liberdade Econômica. *Revista Semestral de Direito Empresarial*, Rio de Janeiro, n. 27, p. 23-41, 2020. p. 26, 29-31.

10 LEITE, Marcelo Lauar. Autonomia patrimonial após a Lei de Liberdade Econômica. *Revista Semestral de Direito Empresarial*, Rio de Janeiro, n. 27, p. 23-41, 2020. p. 31.

> [...]. É imprescindível, pois, que exista comprovação do "abuso da personalidade jurídica, como excesso de mandato, demonstração do desvio de finalidade (ato intencional dos sócios em fraudar terceiros com o uso abusivo da personalidade jurídica) ou a demonstração de confusão patrimonial (caracterizada pela inexistência, no campo dos fatos, de separação patrimonial entre o patrimônio da pessoa jurídica e dos sócios ou, ainda, dos haveres de diversas pessoas jurídicas)[...]"[11]

Nesse ínterim, a DDLE, embora tenha retirado o termo "dolosa", permanece exigindo um componente de ilicitude e intencionalidade (dolo) para a configuração do desvio de finalidade. No mesmo sentido, a inclusão da expressão "propósito de lesar credores" na redação legal tornaria evidente a necessidade de demonstração de dolo específico por parte dos agentes, configurando-se em um mecanismo de contenção hermenêutica que eleva o ônus probatório e impede, em tese, a ampliação indevida das hipóteses fáticas que poderiam ensejar a superação da autonomia patrimonial da pessoa jurídica.[12]

Com a redação da LLE também se descaracterizou o desvio de finalidade pela mera expansão ou por alteração da finalidade original da pessoa jurídica, caso o intento seja alterar a atividade econômica da pessoa jurídica (art. 50, § 5º, do CC).[13]

---

11 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Agravo Interno nos Embargos de Declaração no Agravo em Recurso Especial n. 960.926/SP (2016/0202585-0). Relator: Ministro Marco Aurélio Bellizze. Julgado em: 13 dez. 2016. *Diário da Justiça eletrônico*, Brasília, 2 fev. 2017 / BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Agravo Interno no Agravo em Recurso Especial n. 472.641/SP (2014/0026029-4). Relator: Ministro Raul Araújo. Julgado em: 21 fev. 2017. *Diário da Justiça eletrônico*, Brasília, 5 abr. 2017.

12 FRAZÃO, Ana. Lei de liberdade econômica e seus impactos sobre a desconsideração da personalidade jurídica. *In*: SALOMÃO, Luis Felipe (Org.). *Lei de liberdade econômica e seus impactos no direito brasileiro*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2020. p. 2.

13 DINIZ, Gustavo Saad. *Curso de direito comercial*. 2. ed. Barueri: Atlas, 2022. p. 118-127.

Assim, a DPJ, atualmente e para a Teoria Maior, só se justificaria se fosse demonstrado que a limitação da responsabilidade está sendo maquinada pelos sócios ou administradores como um instrumento dirigido para a prática de ilícitos de qualquer natureza, com o propósito específico de lesar credores. Dessa forma, firma-se a necessidade do elemento subjetivo para a DPJ. A Lei de Liberdade Econômica manteve a parte inicial do art. 50 do Código Civil e acrescentou o § 1º, que define o desvio de finalidade.

Em síntese o parágrafo 1º do artigo 50 do Código Civil confirmaria a exigência do elemento subjetivo para a configuração do desvio de finalidade. Ele foi conceituado, enfim, como a "utilização da pessoa jurídica com o propósito de lesar credores e para a prática de atos ilícitos de qualquer natureza". A redação legal traz um elemento subjetivo nítido ao incluir o "propósito de lesar credores", ficando evidente que a lei exige a demonstração de atos dolosos ou de um ânimo fraudulento. Essa exigência de dolo específico naturalmente incrementa o ônus probatório e deveria servir como um freio para uma ampla abertura de hipóteses caracterizadoras de desvio de finalidade.[14]

Portanto, o contexto atual é o seguinte:

A regra geral do sistema é prevista no art. 50 do CC, que dispunha na redação anterior à reforma: "Em caso de abuso da personalidade jurídica, caracterizado pelo desvio de finalidade, ou pela confusão patrimonial, pode o juiz decidir [...] que os efeitos de certas e determinadas relações de obrigações sejam estendidos aos bens particulares dos administradores ou sócios da pessoa jurídica". A redação foi modificada pela LLE, que instituiu a Declaração de Direitos de

14 FRAZÃO, Ana. Lei de liberdade econômica e seus impactos sobre a desconsideração da personalidade jurídica. *In*: SALOMÃO, Luis Felipe (org.). *Lei de liberdade econômica e seus impactos no direito brasileiro*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2020. p. 2.

Liberdade Econômica e que passou a prever, no caput, que a DPJ ocorrer por abuso(a), qualificado pelo desvio de finalidade(b) ou pela confusão patrimonial(c), com extensão de efeitos de determinadas obrigações(d) aos bens particulares de administradores ou sócios da pessoa jurídica(e), direta ou indiretamente beneficiados pelo abuso(f).

O desvio de finalidade, fundamento outrora elencado para a subcapitalização, se caracteriza pelo rompimento do escopo e da função específica da pessoa jurídica em geral e da sociedade, em especial. Por meio da LLE, foi inserido o § 1º ao art. 50 do CC, a explicitar o desvio de finalidade como "a utilização da pessoa jurídica com o propósito de lesar credores e para a prática de atos ilícitos de qualquer natureza". Positivou-se (ou concretizou-se na lei) o elemento anímico "dolo" ou 'intenção deliberada' como qualificadora da conduta de quem usa a pessoa jurídica com desvio de finalidade caracterizador da desconsideração.

Se anteriormente se poderia considerar o desvio de finalidade presente no art. 50 do CC sob uma ótica objetiva que dispensava a perquirição de elemento subjetivo na redação original do dispositivo, agora a LLE alterou a situação, com a exigência nítida de demonstração de que administrador ou sócio, direta ou indiretamente beneficiado, utilizou da pessoa jurídica de forma ilícita e para o fim de prejudicar credores.[15]

---

15 Com a redação da LLE também se descaracterizou o desvio de finalidade pela mera expansão ou por alteração da finalidade original da pessoa jurídica, caso o intento seja alterar a atividade econômica da pessoa jurídica (art. 50, § 5º, do CC) (DINIZ, Gustavo Saad. *Curso de direito comercial*. 2. ed. Barueri: Atlas, 2022. p. 118-127). Vale um destaque para o que escreve Frazão nesse sentido, a qual considera que por mais que o parágrafo não esteja equivocado, é preciso interpretá-lo adequadamente, uma vez que a alteração da finalidade da pessoa jurídica que modifique substancialmente o risco da atividade tem desdobramentos sobre os credores anteriores. Dessa maneira, o ideal é que se aplique a regra do § 5º para as alterações de finalidade que não modifiquem significativamente o risco da atividade, admitindo-se a possi-

Assim, sendo a pessoa jurídica um conjunto normativo que atribui direito de criação de novo centro de imputação, técnica de separação patrimonial e, em alguns casos, limitação de responsabilidade, a má utilização de tal direito permitiria afastar o anteparo da personalidade jurídica e atingir a esfera patrimonial dos participantes, sejam eles associados ou sócios. Visto isso, a subcapitalização não foi adotada expressamente pelo dispositivo legal brasileiro, remanescendo como hipótese de construção doutrinária.[16]

A centralidade do conflito, portanto, está na oposição entre a interpretação de "sentido objetivo" e a exigência de "dolo específico" trazida pela nova legislação. Antes da Lei 13.874/2019, havia uma abertura interpretativa significativa, na qual se possibilitava interpretar que a subcapitalização material configurava, por si só, um desvio de finalidade. Nesse cenário, o fato objetivo da transferência do risco por meio da estrutura operava como um gatilho para a DPJ, independentemente da intenção dos sócios. Contudo, a nova lei alterou esse panorama ao incluir o parágrafo 1º no artigo 50 do Código Civil, definindo expressamente que o desvio de finalidade exige a utilização da pessoa jurídica com o propósito específico de lesar credores ou praticar atos ilícitos. Assim, passou-se a exigir expressamente a comprovação do dolo (intenção subjetiva), tornando insuficiente o argumento puramente objetivo da subcapitalização.

Nesse âmbito, a tese de que a subcapitalização sozinha e por meio da análise objetiva gera responsabilidade perdeu força, tendo em vista a indispensabilidade de prova da fraude ou dolo. Essas

---

bilidade de desconsideração quando a insuficiência patrimonial decorrer de modificação da finalidade que tenha ampliado, de forma indevida e excessiva, o risco da atividade, subvertendo as legítimas expectativas dos credores sociais anteriores (FRAZÃO, Ana. Lei de liberdade econômica e seus impactos sobre a desconsideração da personalidade jurídica. In: SALOMÃO, Luis Felipe (org.). *Lei de liberdade econômica e seus impactos no direito brasileiro*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2020. p. 2-4).

16 DINIZ, Gustavo Saad. *Curso de direito comercial*. 2. ed. Barueri: Atlas, 2022. p. 121.

modificações jurídicas e políticas, no entanto, são comuns em todos os ordenamentos, devendo o pesquisador permanecer investigando o objeto diante dos novos contextos. Por isso, se verifica novamente a aplicação da analogia ao caso.

Ao analisar situações concretas e não encontrar, legalmente, a solução que se deseja, pode-se entender estar diante de uma lacuna do sistema jurídico. Nessa linha, destaca-se a diferença entre a "lacuna de regulação" e a "lacuna jurídica".[17] A primeira refere-se à ausência de uma norma específica para um fenômeno social que demanda, segundo o observador, tratamento pelo Direito. A segunda, por sua vez, implicaria a falta de uma solução jurídica, o que, em sistemas modernos, seria uma impossibilidade teórica.[18] Nesse sentido, o próprio ordenamento oferece meios de integração para suprir a ausência de normas específicas, tornando-se, assim, "completável", ainda que não seja intrinsecamente completo. Ou seja, a falta de uma solução legal específica não significa a ausência de uma solução normativa.

Dessa forma, a despeito de não se encontrar uma norma positiva para regular os aspectos da subcapitalização material, se faz necessário verificar em que medida o atual sistema jurídico brasileiro permanece efetivo na consideração e regulação de um problema que já se demonstrou existir diante das alterações promovidas pela LLE no art. 50 do Código Civil.

Para tal análise, a analogia surge inicialmente como a primeira resposta legal, buscando aplicar a hipóteses não reguladas a solução de casos semelhantes com base no princípio da isonomia e na identidade da *ratio legis*. Embora fundamental, o raciocínio analógico

---

17 LEITE, Marcelo Lauar. O direito comparado na integração das lacunas de regulação. *Revista da Faculdade de Direito da UFMG*, Belo Horizonte, v. 78, p. 159-178, 2021. p. 129.

18 "O sistema, malgrado não seja completo, é completável pela sua própria força interna quando esta remete o aplicador aos meios de integração" (LEITE, Marcelo Lauar. O direito comparado na integração das lacunas de regulação. *Revista da Faculdade de Direito da UFMG*, Belo Horizonte, v. 78, p. 159-178, 2021. p. 160).

possui limitações, pois depende da existência de paradigmas prévios no ordenamento e oferece conclusões de probabilidade, não de certeza absoluta.[19]

Para que a analogia seja aplicada, não basta que existam semelhanças superficiais entre os casos. O elemento determinante é a identidade essencial, que se traduz na própria razão de ser da lei, conhecida como *ratio legis*. O intérprete deve identificar se o motivo ou o valor que justificou a criação da norma para o caso paradigma (o caso regulado) está presente de forma idêntica no caso paradigmático (o caso lacunoso).[20]

Se a qualidade comum aos dois fatos for o fundamento decisivo para a consequência jurídica estabelecida, a integração é válida. Por outro lado, se a semelhança for meramente acessória ou estética, a analogia não deve ser aplicada, pois o Direito busca conferir soluções previsíveis e estáveis com base na identidade de fundamentos valorativos.[21]

Conforme se extrai da obra de Diniz, a aplicação da DPJ diante do fenômeno trabalhado não exigiria a criação de novas leis, mas o alcance das normas existentes. Utilizaria-se a teleologia para ajustar a aplicação dos dispositivos que garantem a limitação de responsabilidade (como o artigo 1.052 do Código Civil) ao que seria a sua verdadeira finalidade, ao menos principiologicamente. Entenderia-se que a proteção patrimonial dos sócios não teria concebida para albergar estruturas financeiramente insustentáveis que transferem custos sociais a terceiros e,a partir disso, o intérprete poderia negar a incidência do preceito geral de proteção quando verificasse que a insufi-

---

19 LEITE, Marcelo Lauar. O direito comparado na integração das lacunas de regulação. *Revista da Faculdade de Direito da UFMG*, Belo Horizonte, v. 78, p. 159-178, 2021.p. 162-165.

20 LEITE, Marcelo Lauar. O direito comparado na integração das lacunas de regulação. *Revista da Faculdade de Direito da UFMG*, Belo Horizonte, v. 78, p. 159-178, 2021. p. 162-165.

21 LEITE, Marcelo Lauar. O direito comparado na integração das lacunas de regulação. *Revista da Faculdade de Direito da UFMG*, Belo Horizonte, v. 78, p. 159-178, 2021. p. 162-165.

ciência de capital próprio frustra a *ratio legis* do instituto societário utilizando como instrumento de resposta o artigo 50 do Código Civil, a partir da desconsideração por desvio de finalidade.[22]

Esse processo integrativo encontrava seu alicerce material, portanto, na cláusula geral do abuso da personalidade jurídica que estaria prevista no artigo 50 do Código Civil. Embora o dispositivo não citasse expressamente a subcapitalização, ele, em tese, oferecia a estrutura normativa do desvio de finalidade, que serviria como "chave" para acessar a solução jurídica. A subcapitalização seria, portanto, um abuso de direito qualificado objetivamente como uma disfunção da autonomia patrimonial.

Nessa esteira, contudo, se mostrou que a LLE essencialmente atribuiu o desvio de finalidade à subjetividade, e, consequentemente, afastou interpretações que atribuíssem o aspecto objetivo para as situações de abuso da personalidade jurídica por essa via, entendo que se perde a identidade com tal norma. A integração sistêmica proposta por Diniz focava na estrutura objetiva de risco: a desproporção evidente entre o ativo e o passivo no momento da crise. Portanto, no caso específico da subcapitalização, a aplicação simples da analogia (*analogia legis*), não se mostra suficiente.

Como consequência dessa mudança, a subcapitalização perdeu força de justificativa como um fundamento autônomo para a DPJ e passa, possivelmente, a ser vista apenas como um indício probatório.

Cabe ao credor, portanto, provar não apenas que a empresa é subcapitalizada, mas que essa situação foi intencionalmente arquitetada pelos sócios como uma forma de blindagem patrimonial para fraudar credores. Se a falta de recursos decorrer de subcapitalização material qualificada, a Lei de Liberdade Econômica, ao menos pelo

---

22 DINIZ, Gustavo Saad. *Subcapitalização societária:* financiamento e responsabilidade. Belo Horizonte: Fórum, 2012. p. 280.

que está positivado, protegeria o patrimônio dos sócios, reforçando a autonomia patrimonial como regra, conforme o artigo 49-A.

Portanto, perdeu força o alicerce material que sustentava a tese inicial de Diniz. Positivamente, se exige o aspecto subjetivo. Ainda em sede de analogia, não existe na legislação brasileira uma regra "vizinha" ou parecida o suficiente que trate de estruturas desequilibradas de capital de forma nítida.

Um destaque importante é que o próprio autor da tese central parece ter entendido as alterações de maneira similar. Conforme sua obra Curso de Direito Comercial, elaborada após as alterações da LLE, Diniz aponta que[23]:

> Desvio de finalidade
> (b) O desvio de finalidade se caracteriza pelo rompimento do escopo e da função específica da pessoa jurídica em geral e da sociedade, em especial. Por meio da LLE, foi inserido o § 1º ao art. 50 do CC, a explicitar que o desvio de finalidade "*a utilização da pessoa jurídica com o propósito de lesar credores e para a prática de atos ilícitos de qualquer natureza*". Introduziu-se o elemento anímico "dolo" ou intenção deliberada como qualificadora da conduta de quem usa a pessoa jurídica para lesar credores. Se a corrente que alimentou o art. 50 do CC é essencialmente objetiva e dispensava a perquirição de elemento subjetivo na redação original do dispositivo, agora a LLE retrocedeu com a exigência de demonstração de que alguém – administrador ou sócio, direta ou indiretamente beneficiado – se utilizou da pessoa jurídica de forma ilícita e para prejudicar credores. Para exemplificar, seria o caso de uma sociedade utilizada somente para os fins de tomar em-

23 DINIZ, Gustavo Saad. *Curso de direito comercial*. 2. ed. Barueri: Atlas, 2022. p. 122.

> préstimos e desviar os recursos dos capitais de terceiros para outros fins, com deliberada intenção de assim proceder.

Contudo, após criticar a exclusividade do aspecto subjetivo ao desvio de finalidade como algo que "retrocedeu", ainda entende a subcapitalização como abuso caracterizador da DPJ por desvio de finalidade[24]:

> A subcapitalização material é qualificada como o desequilíbrio efetivo de capital próprio para financiamento da atividade da sociedade com limitação de responsabilidade, transferindo para os credores os riscos próprios dos sócios. [...] Os fundamentos podem ser extraídos do sistema brasileiro: (a) manutenção de estabilidade do crédito na ordem econômica (art. 170 da CF); (b) abuso da personalidade por desvio de finalidade, gerado pela disfunção da limitação e responsabilidade e uso ilícito com intenção de prejudicar credores, aplicando-se o art. 50 do CC, assim como art. 28, § 5º do CDC e art. 4º da Lei nº 9.605/98 para as matérias específicas que regulamentam. [...].

Isso, como demonstrado, não parece ter sido aceito pelo legislador, tendo em vista que o Art. 50, CC 2002 é expresso ao afirmar a confusão patrimonial como único parâmetro objetivo para a DPJ.

Seguindo, como a analogia se mostrou inaplicável, considerando sua expressa oposição ao desvio de finalidade objetivo, recorre-se aos costumes *praeter legem*, cuja normatividade deriva da prática reiterada (elemento objetivo) e da convicção de obrigatoriedade (elemento subjetivo). No cenário brasileiro atual, a jurisprudência e

24 *Ibidem*, p. 129

os precedentes vinculantes têm atuado como autênticos costumes jurídicos.[25]

No entanto, a experiência jurisdicional não se converte automaticamente em costume jurídico pelo simples fato de existir uma decisão judicial. O processo inicia-se quando um magistrado utiliza uma fundamentação racional para dar uma solução concreta a um caso, criando uma norma de decisão que passa a ser vista como um exemplo viável para situações semelhantes em outros tribunais. Embora essa decisão sirva como alicerce para orientar a aplicação futura do Direito e para a inferência de novos critérios de julgamento, ela ainda não possui a natureza de costume jurídico propriamente dito. Trata-se de uma fase primária e constitutiva onde são lançados apenas os fundamentos que poderão, através da repetição e da aceitação coletiva futura, consolidar-se como uma norma consuetudinária.[26]

Nesse ponto, considerando que o Superior Tribunal de Justiça, responsável pela estabilização e pacificação de temas infraconstitucionais em âmbito nacional tem se manifestado vagamente sobre a questão da subcapitalização, sequer há um concreto alicerce inicial para a questão, inviabilizando buscar por essa técnica de integração para o caso.[27]

Assim, como se viu, a subcapitalização se fundamenta em um aspecto de análise objetivo, independente de dolo ou culpa. A partir dessa análise objetiva, enquadrava-se a hipótese de DPJ por subcapitalização material no que seria sua principal fundamentação jurídica:

---

25 LEITE, Marcelo Lauar. O direito comparado na integração das lacunas de regulação. *Revista da Faculdade de Direito da UFMG*, Belo Horizonte, v. 78, p. 159-178, 2021. p. 165.

26 LEITE, Marcelo Lauar. O direito comparado na integração das lacunas de regulação. *Revista da Faculdade de Direito da UFMG*, Belo Horizonte, v. 78, p. 159-178, 2021. p. 165.

27 Cf. https://scon.stj.jus.br/SCON/pesquisar.jsp?preConsultaPP=&acao=pesquisar&novaConsulta=true&i=1&b= ACOR&livre=subcapitaliza%E7%E3o+material&filtroPorOrgao=&filtroPorMinistro=&filtroPorNota=&data=&tp=T&processo=&classe=&uf=&relator=&dtpb=&dtpb1=&dtpb2=&dtde=&dtde1=&dtde2=&orgao=&ementa=&nota=&ref =&O=JT

o desvio de finalidade do Art. 50 do CC.[29] A tese, no entanto, foi elaborada anteriormente a uma das alterações positivadas no art. 50, advindas da Declaração dos Direitos de Liberdade Econômica, que modificaram o referido artigo adicionando a necessidade de dolo em relação aos conceitos de abuso por desvio de finalidade.

Constata-se, assim, que a forma de integração proposta por Diniz deixa de ter a capacidade de funcionar da maneira idealizada inicialmente. No entanto, a base principiológica permanece: Os princípios constitucionais da Ordem Econômica que condicionam a livre iniciativa à justiça social, vedam que a limitação de responsabilidade sirva de instrumento para a socialização de prejuízos. Nesse sentido, a própria disciplina societária projeta sobre administradores e acionista controlador um dever jurídico de conformar a atuação empresarial à função social da empresa, reconhecendo que a atividade exercida pela sociedade transcende os interesses dos insiders e gravita em torno de interesses socialmente relevantes (emprego, arrecadação tributária, circulação de riqueza e provisão de bens e serviços ao mercado).[30]

Por isso, o exercício responsável da empresa inclui um dever jurídico de estruturar financeiramente a sociedade de modo adequa-

---

29 DINIZ, Gustavo Saad. *Subcapitalização societária:* financiamento e responsabilidade. Belo Horizonte: Fórum, 2012. p. 207.

30 Ainda sobre a base principiológica, o Código Penal brasileiro tipifica como crime uma série de condutas dos administradores consideradas atentatórias aos interesses dos credores sociais, tais como (i) a compra ou venda, por conta da sociedade, de ações por ela emitidas, salvo quando a lei o permitir (art. 177, § 1º, IV), (ii) a aceitação de ações da própria sociedade em penhor ou caução, como garantia de crédito social (art. 177, § 1º, V) e (iii) a distribuição de lucros ou dividendos fictícios na hipótese de falta de balanço, desacordo com balanço ou em razão de balanço falso (art. 177, § 1º, VI). Se tais condutas são consideradas crimes, Entende Frazão que dúvida não há de que constituem igualmente violações ao dever de um diligência, que poderiam responsabilizar diretamente os administradores pelos prejuízos sofridos pelos credores sociais. Lembra, ainda, que, além dos desdobramentos penais, a distribuição de lucros ilícitos e fictícios foi também considerada pelo novo Código Civil como hipótese de responsabilidade pessoal dos administradores (art. 1.009) (FRAZÃO, Ana; COELHO, Fábio Ulhoa; MENEZES, Maurício Moreira; et al. *Lei das sociedades anônimas comentada*. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2025. p. 456).

do, em particular, pela capitalização compatível com os riscos e a dimensão da atividade, pois a formação inadequada do capital pode operar como mecanismo de transferência indevida do risco do empreendimento a credores, trabalhadores, investidores e demais stakeholders, subvertendo a distribuição "natural" dos riscos inerentes à exploração empresarial.[31]

Ainda que os sócios disponham de liberdade para eleger a forma de obtenção de recursos (capitalização ou financiamento), essa escolha não é neutra sob a ótica fiduciária: deveria orientar-se pelo interesse da companhia e pelos deveres de lealdade e diligência, de modo que a subcapitalização intencional se apresente como fenômeno especialmente sensível ao controle jurídico, inclusive porque, a exemplo das companhias abertas, o acionista controlador administra patrimônio alheio e tem deveres fiduciários perante a comunidade de investidores e demais grupos afetados pela atividade empresarial.[32]

Nessa linha, a doutrina sistematiza o dever de capitalização como princípio geral do direito mercantil, insuscetível de ser afastado pela mera vontade majoritária nas sociedades de comércio, justamente por tocar a estrutura de proteção de terceiros e a legitimidade da limitação de responsabilidade no tráfego econômico.[33]

Isso se justificaria pois não seria apenas com a intenção de prejudicar terceiros que ocorre o desvio da função da pessoa jurídica; outros desvios no seu uso também deveriam ser coibidos mediante a aplicação da desconsideração. Nessa perspectiva, o abuso de direito surge como fundamento: os direitos em geral, inclusive o de utilizar a pessoa jurídica, têm origem na comunidade e dela recebem a finalidade à qual o titular não pode se desviar. Quando ocorre esse des-

---

31 DOURADO, Maurício Custódio. Consequências da subcapitalização no direito empresarial. *Revista de Direito Privado*, São Paulo, v. 95, p. 136-154, nov. 2018.

32 *Ibidem.*

33 COMPARATO, Fabio Konder. SALOMÃO FILHO. *O poder de controle na sociedade anônima*.–6. Ed. rev. e atual. Forense, 2014. p. 388.

vio, não há propriamente uso do direito, mas abuso do direito, o que não poderia ser admitido; o exercício dos direitos deve atender à sua finalidade social, e não a meros caprichos do titular, sendo "abusivo qualquer ato que por sua motivação e por seu fim vá contra o destino, contra a função do direito que se exerce".[34]

No abuso de direito, o ato, embora descontextualizado, é permitido pelo ordenamento e, a princípio, plenamente lícito; contudo, afasta-se de sua finalidade social e, por gerar mal-estar no meio social, não pode prevalecer. Os direitos exercem-se levando em conta não apenas o titular, mas todo o agrupamento social; por isso, seu exercício não é absoluto, e sim relativo. No uso da personalidade jurídica, esses abusos podem ocorrer, e frequentemente ocorrem: havendo várias opções de uso, todas lícitas, mas escolhendo-se a pior, a que mais prejudica terceiros, configuraria-se o abuso de direito. Esse "mau uso" da personalidade jurídica, isto é, a utilização do direito para fins diversos daqueles que deveriam ser buscados, é o que primordialmente autorizaria a desconsideração; diferentemente da fraude, no abuso de direito o propósito de prejudicar não é essencial, e por isso bastaria o mau uso da personalidade jurídica.[35]

Dessa forma, embora não haja positivação, os princípios do sistema como um todo, seguindo a lógica do abuso de direito, proíbem que os sócios usem a proteção da empresa de forma abusiva, ainda que sem intenção específica, pois sociedades que não promovem o equilíbrio entre os riscos empresariais e a estrutura de capital financiada com capitais de terceiros violam a lógica do sistema.

Portanto, considerando que a subcapitalização não foi adotada pela LLE, remanescendo como hipótese de construção doutrinária,

---

34 TOMAZETTE, Marlon. *Desconsideração da personalidade jurídica no Código Civil*. Âmbito Jurídico, 31 mar. 2006; JOSSERAND, *Louis. Del abuso de los derechos y otros ensaios*. Bogotá: Temis, 1999. p. 5.

35 TOMAZETTE, Marlon. *Desconsideração da personalidade jurídica no Código Civil*. Âmbito Jurídico, 31 mar. 2006.

mas que a base principiológica permanece e que conforme construído teoricamente até aqui, a aplicação de sua teoria se faz necessária ao direito brasileiro, pois ainda há insegurança jurídica em uma faca de dois gumes, é possível verificar, agora, duas opções: a) Há necessidade de se preencher lacuna da regulação, tendo em vista o enfraquecimento das possibilidades jurídicas para enfrentar a subcapitalização e a permanente distancia da teoria para a prática ou; b) A subcapitalização material societária não é um problema.

Considerando que já se desconsidera a opção 'b)', considera-se que o ordenamento jurídico brasileiro, de fato, necessita de atualização legislativa para dirimir a insegurança jurídica provocada pela subcapitalização. Isso porque a base principiológica permanece, mas a legislação, em especial no Art. 50 do Código Civil, pode ser interpretada como oposta ou silente.

Isso porque, apesar da base principiológica, a LLE expressamente delimitou o abuso de direito por desvio de finalidade ao aspecto subjetivo, impedindo uma simples interpretação extensiva do dispositivo que rege a Teoria Maior. De outro prisma, em verdade, são gerados entendimentos no mesmo sentido do de Fábio Ulhoa Coelho, o qual avalia que *se* considerarmos, de um lado, a inexistência de capital mínimo ou de um pretenso dever de recapitalização, e, de outro, a disciplina da lei falimentar sobre a matéria, rigorosamente não há, no direito societário brasileiro, nada a que se pudesse considerar como um "problema da subcapitalização",[36] ou seja, um fato jurídico, atinente à insuficiência dos recursos fornecidos pelos sócios ao capital da sociedade, que acarretasse a responsabilização deles perante esta ou os credores.

Conclui, portanto, que como direito brasileiro não teria instituído nenhuma regra de capital mínimo ou de recapitalização, o "problema da subcapitalização" não pode dizer respeito a nenhuma ques-

---

36 FRAZÃO, Ana; COELHO, Fábio Ulhoa; MENEZES, Maurício Moreira; et al. *Lei das sociedades anônimas comentada*. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2025. p. 80.

tão econômica, atinente à adequação dos recursos providos pelos sócios a título de integralização do capital social e a realização das finalidades da sociedade anônima, ou seja, a exploração da empresa a que se dedica.[37]

Concluindo com raciocínio para questão semelhante em Portugal, Ribeiro entende que não se poderia, no sentido tratado, reconhecer-se a existência de lacuna quando o legislador estatui expressamente em sentido contrário, ou seja, não seria possível identificar nessa questão uma incompletude contrária ao plano do Direito vigente).[38]

Por fim, além desse embate legalista, é necessário considerar essa questão também da perspectiva de necessidade orientação do judiciário.

Dessa forma, adotando o posicionamento pela necessidade de atualização legislativa, seja pela perda da força da integração outrora funcional ou até mesmo pelo entendimento de contrariedade da atual normativa, é importante entender como isso deve ser feito. Para tanto, vale a análise do PL 2485/2023,[39] buscou "concretar" parâmetros para a subcapitalização material, os quais se passa a tratar.

2. Análise da legislação proposta: PL 2485/2023.

O Projeto de Lei n. 2485/2023, de autoria dos Deputados Da Vitoria, Dr. Victor Linhalis, Félix Mendonça Júnior e Amom Mandel, foi apresentado ao Plenário da Câmara dos Deputados em 10 de maio

---

37 FRAZÃO, Ana; COELHO, Fábio Ulhoa; MENEZES, Maurício Moreira; et al. *Lei das sociedades anônimas comentada*. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2025. p. 80.

38 RIBEIRO, Maria de Fátima. Desconsideração da personalidade jurídica das sociedades comerciais e tutela de credores: disregard of the legal personality of commercial companies and protection of creditors. *In*: *Católica Talks: direito e personalidade*. Lisboa: UCP Editora, 2023. p. 197.

39 Ainda em tramitação em fevereiro de 2026.

de 2023. A proposição objetiva alterar a Lei n. 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil), para disciplinar a subcapitalização de pessoas jurídicas. O texto original do projeto estipula que o patrimônio líquido das pessoas jurídicas deveria ser compatível com o porte das atividades desenvolvidas ou com as obrigações contraídas, presumindo-se a subcapitalização quando essa compatibilidade não fosse observada.

Nessa esteira, com a finalidade de regulamentar tal fenômeno, a proposição parte da premissa de que a manutenção de capital social ou patrimônio líquido incompatível com o porte das atividades empresariais representa um risco significativo aos credores e ao ambiente de negócios, sugerindo que essa prática seria causa para fundamentar a DPJ.

Tal proposição se deu a partir do estudo "Retomada econômica e geração de emprego e renda no pós-pandemia[40]", elaborado pelo Centro de Estudos e Debates Estratégicos da Câmara dos Deputados, no contexto do choque econômico e social provocado pela Covid-19, entre outros indicativos da crise, conforme contextualiza o referido estudo, que apresentou onze proposições estruturantes para a retomada em novas bases, incluindo o resgate do planejamento de longo prazo e medidas regulatórias voltadas ao ambiente de negócios. Entre estas, destacou-se a busca pela criação de limites ao fenômeno da subcapitalização empresarial.

Nesse documento, a subcapitalização foi definida como a incompatibilidade entre o capital integralizado ou o patrimônio líquido da pessoa jurídica e o porte de suas atividades ou o volume de obrigações assumidas, problema que seria agravado pela baixa transparência de determinadas sociedades, dificultando a proteção de credores, consumidores e trabalhadores em situações de crise, mesmo sem dolo ou culpa. Argumentou-se que essa vulnerabilidade pode ter

40 Cf. https://www2.camara.leg.br/a-camara/estruturaadm/altosestudos/pdf/retomada_economica_V1.pdf.

contribuído para a ampliação jurisprudencial da DPJ e para sanções excessivas.

Como resposta, propôs-se o PL 2485/2023 para a instituição de normas que exijam compatibilidade entre patrimônio líquido e porte das atividades ou obrigações. A redação proposta insere o artigo 49-B ao Código Civil, estabelecendo que "o patrimônio líquido da pessoa jurídica deverá ser, a todo momento, compatível com o porte das atividades que desenvolver ou com as obrigações que tiver contraído, caracterizando-se, em caso contrário, a subcapitalização da pessoa jurídica". Trata-se de uma proposta de positivação de um dever contínuo de adequação patrimonial da sociedade ao seu grau de operação e volume de dívidas. Para efeitos operacionais, o projeto delega ao Poder Executivo a competência para regulamentar os parâmetros técnicos dessa compatibilidade (art. 49-B, § 1º).

Enquanto não houver regulamentação específica, o § 2º do mesmo artigo estabelece um critério provisório: a presunção de subcapitalização ocorreria caso o patrimônio líquido da sociedade seja inferior a 5% do valor de suas obrigações. Essa norma cria, portanto, um padrão contábil objetivo para presumir a inadequação da estrutura de capital da empresa.

Além disso, o § 3º do artigo 49-B define que o valor das obrigações será constituído pela diferença entre o valor do ativo e o valor do patrimônio líquido, introduzindo um conceito técnico-contábil que visa uniformizar a aferição da subcapitalização.

Paralelamente, o projeto altera também o artigo 50 do Código Civil, dispositivo central para a teoria da DPJ. A nova redação proposta inclui a subcapitalização ao lado do desvio de finalidade e da confusão patrimonial como fundamentos autônomos para a aplicação do instituto. Mais especificamente, o § 2º-A do art. 50 passa a conceituar subcapitalização como "a incompatibilidade entre o patrimônio líquido da pessoa jurídica e o porte das atividades que essa pessoa jurídica desenvolver ou o valor das obrigações que tiver contraído".

Interessante observar que a justificativa parlamentar ressalta que, embora o projeto preveja um mecanismo de responsabilização por subcapitalização, ele não parte da premissa da má-fé, mas da ideia de que a insuficiência de capital por si só pode gerar situações danosas. Nesse sentido, defende-se que o juiz, ao identificar a incompatibilidade patrimonial, possa desconsiderar a personalidade jurídica para alcançar os bens dos sócios ou administradores que tenham se beneficiado direta ou indiretamente da estrutura subcapitalizada, mesmo que não haja confusão patrimonial nem desvio de finalidade.

O objetivo declarado, para tanto, é o de fortalecer a segurança jurídica e aprimorar o ambiente de negócios.

Passando a analisar os dispositivos, o desenho normativo sugerido pelo PL parece orientar-se por três diretrizes: (i) o reforço da transparência contábil e da adequação patrimonial das empresas; (ii) a proteção de terceiros diante de estruturas empresariais fragilizadas; e (iii) o redimensionamento da responsabilidade societária para incluir hipóteses de subcapitalização não necessariamente fraudulentas, mas que possam acarretar dano a credores e demais contratantes.

Apesar das justificativas serem essencialmente legítimas, tendo em vista que de fato há um problema existente relacionado a tal fenômeno, uma série de questões podem ser pontuadas com relação às alterações legislativas. Tendo em vista o exposto, passa-se à análise dos dispositivos do PL 2.485/2023 à luz do referencial teórico desenvolvido até o momento. Verifica-se que a proposta mais impactante do Projeto consiste em alterar o art. 50 do Código Civil para incluir a subcapitalização como fundamento autônomo de DPJ, ao lado do desvio de finalidade e da confusão patrimonial. No regime vigente, o art. 50 estrutura a desconsideração como técnica excepcional conectada a abuso da personalidade jurídica, caracterizado por desvio de finalidade ou confusão patrimonial, e o §1º define desvio de finalidade como "utilização da pessoa jurídica com o propósito de lesar credores e para a prática de atos ilícitos", o que direciona a aplicação do instituto para hipóteses de uso distorcido da autonomia patrimonial e não para a mera ocorrência de insucesso econômico.

Ao positivar a subcapitalização como terceira hipótese autônoma, o PL promove uma alteração de sentido na DPJ, aproximando uma condição econômico financeira, insuficiência patrimonial aferida por critério legal, de um ato abusivo em sentido técnico, ainda que ausentes fraude, confusão de esferas ou desvio finalístico. A subcapitalização material, no entanto, conforme o referencial adotado,[41] é qualificada como o deslocamento para credores riscos que, em termos econômicos e jurídicos, seriam esperados no âmbito do aporte e da assunção de risco pelos sócios.[42] Nessa leitura, não se trata de uma fotografia de curto prazo do patrimônio líquido, mas da sustentação de uma estrutura de capital insuficiente para o porte do negócio, com efeito de externalização de riscos.

Essa diretriz buscada pelo PL tem como consequência prática a criação de uma obrigação tácita e permanente de recapitalização ou de manutenção de capital próprio em patamar tido por compatível, pois pretende tornar juridicamente relevante a aferição contínua de suficiência do patrimônio líquido. O próprio Projeto busca inserir o art. 49-B no Código Civil, definindo subcapitalização como a incompatibilidade do patrimônio líquido com o porte das atividades ou com as obrigações contraídas:[43]

> Art. 49-B. O patrimônio líquido da pessoa jurídica deverá ser, a todo momento, compatível com o porte das atividades que desenvolver ou com as

---

41 DINIZ, Gustavo Saad. *Subcapitalização societária*: financiamento e responsabilidade. Belo Horizonte: Fórum, 2012. p. 25.

42 DINIZ, Gustavo Saad. Subcapitalização. *Enciclopédia jurídica da PUC-SP*. Celso Fernandes Campilongo, Alvaro de Azevedo Gonzaga e André Luiz Freire (coords.). Tomo: Direito Comercial. Fábio Ulhoa Coelho, Marcus Elidius Michelli de Almeida (coord. de tomo). 1. ed. São Paulo: Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, 2017. Disponível em: https://enciclopediajuridica.pucsp.br/verbete/210/edicao-1/subcapitalizacao, p. 2.

43 BRASIL. Câmara dos Deputados. Projeto de Lei n. 2.485, de 2023. *Altera a Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil) para dispor sobre a subcapitalização de pessoas jurídicas*. Brasília, DF: Câmara dos Deputados, 2023. Disponível em: https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra?codteor= 2292963.Acesso em: 19 fev. 2026.

> obrigações que tiver contraído, caracterizando-se, em caso contrário, a subcapitalização da pessoa jurídica.

E, enquanto não houver regulamentação do Executivo, presume subcapitalização se o patrimônio líquido for inferior a 5% do valor das obrigações:[44]

> Art. 49-B.
> [...]
> § 2º Enquanto inexistir a regulamentação de que trata o § 1º deste artigo, a pessoa jurídica manterá patrimônio líquido em valor igual ou superior a 5% (cinco por cento) do valor de suas obrigações, sendo presumida a subcapitalização na ocorrência de valores inferiores de patrimônio líquido.

Nessa arquitetura, ao articular um dever de compatibilidade a "todo momento" com uma presunção objetiva, o Projeto abre espaço para que a discussão se antecipe ao próprio inadimplemento, pois a incompatibilidade, por si, já configuraria o suporte fático da subcapitalização para fins de DPJ, o que aproxima o instituto de um mecanismo de saneamento patrimonial permanente e não de uma reação a abuso constatado em situação concreta.

O deslocamento é relevante também por alterar a forma como se distribui o risco do empreendimento. Ao responsabilizar pessoalmente sócios por um parâmetro contábil fixado em norma geral, o PL tende a transferir para os sócios custos de insucessos comerciais mesmo quando decorrentes de fatores externos, como crise setorial, flutuações de mercado, mudanças macroeconômicas, choques de

---

44 BRASIL. Câmara dos Deputados. Projeto de Lei n. 2.485, de 2023. *Altera a Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil) para dispor sobre a subcapitalização de pessoas jurídicas*. Brasília, DF: Câmara dos Deputados, 2023. Disponível em: https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra?codteor= 2292963.Acesso em: 19 fev. 2026.

custos ou retração de demanda A consequência prática pode ser também um estímulo ao litígio, porque o critério de "compatibilidade" se torna discutível em praticamente toda situação de dificuldade financeira, sobretudo quando se soma a presunção de 5% a métricas de porte e obrigações que variam com setor, ciclo e estratégia. Dessa forma, a definição legal proposta tende a colapsar distinções entre subcapitalização material e mera insuficiência superveniente de meios, como a descapitalização.[45]

Assim, reduzir "subcapitalização" ao simples fato de patrimônio líquido insuficiente em face de obrigações, especialmente por presunção uniforme de 5%, tende a capturar hipóteses de risco empresarial regular, inclusive crises setoriais e oscilações macroeconômicas, que não correspondem necessariamente ao vício estrutural de capitalização descrito na teoria, pois a análise passa a se concentrar em números de curto praz, em vez de verificar se houve, de fato, uma forma de condução societária que resultou na estrutura que opera mediante uma arquitetura de capital que repassou o risco do negócio a terceiros.

Segundo, vincular o instituto à fotografia do patrimônio líquido, sobretudo com limiar fixo, ignora a volatilidade dos indicadores contábeis e as diferenças setoriais de estrutura de capital. Há setores que operam com margens estreitas e alto giro de obrigações, há setores de infraestrutura e de ativos intensivos em que a alavancagem é parte do desenho econômico e contratual, e há situações de reestruturação em que o patrimônio líquido pode ficar negativo por períodos prolongados sem que isso, por si, indique comportamento abusi-

---

45 Conforme aponta Ribeiro, a descapitalização ocorre quando o capital da sociedade, que outrora era suficiente para a consecução dos seus objetivos, passa a não ser. É superveniente e pode ocorrer por causa fortuita, em razão de um insucesso comercial, ou de forma deliberada pelos sócios ou administradores, em um movimento deliberado de esvaziamento patrimonial. A descapitalização fortuita não seria fundamento para a desconsideração da personalidade jurídica (RIBEIRO, Maria de Fátima. Desconsideração da personalidade jurídica e "descapitalização" de sociedade comercial. *Revista de Direito e de Estudos Sociais*, Coimbra, ano LII, n. 3-4, p. 173-212, jul./dez. 2011. p. 309-310.).

vo. O PL, ao usar uma regra uniforme, tende a igualar realidades heterogêneas e a produzir incentivos para decisões societárias voltadas menos à eficiência do investimento e mais à mitigação de risco jurídico associado a uma métrica contábil, com impacto no custo de capital, na capacidade de reinvestimento e, potencialmente, na disposição de empreender em atividades de maior risco.[46]

Nesse mesmo sentido, o debate sobre "capital adequado" mostra-se estruturalmente instável. A afirmação de que exista uma cifra que efetivamente atribua segurança às operações financeiras da empresa é demasiadamente complexa[47], e que exigências rígidas de capital próprio, especialmente se do ponto de vista do capital social, podem ser arbitrárias e funcionar como barreira à entrada sem proteção proporcional.[48] Ao introduzir, ainda que provisoriamente, um patamar numérico de patrimônio líquido em relação às obrigações, o PL avança em direção a uma padronização que tende a ser incompatível com a diversidade de modelos de negócio e de estruturas de financiamento. Mesmo se o critério de 5% for entendido como apenas presuntivo, sua operacionalização estimularia disputas periciais e debates sobre o que compõe "obrigações", como se mensura "porte" e qual o momento de aferição, questões que, em um sistema com alta litigiosidade, tendem a ser reproduzidas em massa.

Terceiro, o critério uniforme ignora possível heterogeneidade dos credores. Introduzindo esse tópico, credores não são grupo homogêneo,[49] se distinguindo, entre outros, credores profissionais e

---

46 Cf. GOMES ROCHA FERREIRA, L. B.; KROENKE, A. A liberdade econômica modera a relação entre o desempenho econômico e a estrutura de capital? *Contabilidade, Gestão e Governança*, Brasília, DF, v. 26, n. 3, p. 345-377, 2024.

47 DINIZ, Gustavo Saad. *Curso de direito comercial*. 2. ed. Barueri: Atlas, 2022. p. 118.

48 MARIANO, Paulo Henrique. *A ineficiência do capital social como medida de garantia dos credores da sociedade empresária*. 2019. Dissertação (Mestrado em Direito) - Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2019. p. 28-29

49 DINIZ, Gustavo Saad. *Subcapitalização societária:* financiamento e responsabilidade. Belo Horizonte: Fórum, 2012.

não profissionais, negociais e involuntários, fortes e fracos.[50] Nessa linha, Abreu observa que credores voluntários "fortes", grandes financiadores ou fornecedores[51], que conheciam a situação e podiam exigir garantias, não deveriam, em regra, beneficiar-se da desconsideração por subcapitalização material.[52]

Nessa lógica, a justificativa mais intensa para intervenção aparece nos credores involuntários.[53] Um regime presuntivo e generalista, baseado apenas em patrimônio líquido e obrigações, tende a tratar de modo igual situações desiguais, gerando custos elevados onde o mercado já precifica risco, como no crédito bancário com garantias e *covenants*, e, ao mesmo tempo, sem necessariamente desenhar a proteção mais eficiente para quem não tem capacidade de seleção e barganha. Em termos práticos, essa generalidade também pode estimular estratégias oportunistas de litigância por credores que aceitaram conscientemente determinado perfil de risco em troca de remuneração, mas que, diante de dificuldades, passam a buscar uma via mais gravosa de satisfação por meio da DPJ.

Quarto, o PL pode produzir efeitos inibidores relevantes em contextos de crise e reestruturação por recuperação judicial, inclusive

---

50 MARIANO, Paulo Henrique. *A ineficiência do capital social como medida de garantia dos credores da sociedade empresária*. 2019. Dissertação (Mestrado em Direito) - Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2019. p. 44-45.

51 Em operações bancárias, por exemplo, a proteção do crédito costuma ser construída com instrumentos contratuais, garantias reais, monitoramento e precificação de risco. Um mecanismo de DPJ acionável por uma presunção geral tenderia a interferir na lógica de alocação de risco que já se encontra internalizada na contratação, e pode ter como consequência um aumento de custo para todos, inclusive para bons pagadores, já que o risco jurídico adicional se converte em prêmio. Ao mesmo tempo, em relações com credores não profissionais e em situações de danos involuntários, a proteção não se obteria por negociação, e por isso a resposta jurídica deveria ser mais seletiva e atenta aos elementos de conduta e de estrutura abusiva, em vez de se apoiar em um limiar contábil uniforme.

52 ABREU, José Maria Coelho de. Novos e velhos problemas no direito das sociedades. *Revista da Faculdade de Direito da Universidade Federal do Ceará*, Fortaleza, 2021. p. 15-17.

53 DINIZ, Gustavo Saad. *Subcapitalização societária*: financiamento e responsabilidade. Belo Horizonte: Fórum, 2012. p. 234.

sob o princípio da continuidade da empresa, vinculando a responsabilização pessoal a um estado contábil que pode ser transitório e não ligado a comportamento oportunista. Ao deslocar o foco para uma métrica de patrimônio líquido e para uma presunção geral, o PL tende a enfraquecer a filtragem qualitativa que separa estruturas resultante de decisões empresariais justificáveis da gerada por decisões que instrumentalizam a autonomia patrimonial de forma incompatível com sua função econômica.

A partir dessas premissas, seria possível acrescentar ainda dois efeitos relevantes. O primeiro é a ampliação do espaço de responsabilização sem inadimplemento e sem dano já consolidado, porque o suporte fático proposto opera com compatibilidade patrimonial contínua, estimulando a antecipação do conflito para estágios iniciais de deterioração financeira, com consequente aumento de medidas cautelares, pedidos de constrição e incidentes de desconsideração, em um ambiente no qual a discussão contábil costuma ser complexa e dependente até de prova técnica.[54]

O segundo seria o possível o impacto na governança, inclusive no mercado de capitais, uma vez que a ampliação de hipóteses de responsabilização pessoal associada a patrimônio líquido insuficiente pode reduzir a disposição de profissionais qualificados para assumir cargos de administração em empresas em crise, especialmente quando o patrimônio negativo decorre de fatores externos e não de decisões dolosas, e quando a reestruturação exige tomadas de decisão sob incerteza e pressão de caixa. Ainda que o PL se dirija ao sistema civil de forma ampla, a previsibilidade do limite de exposição patrimonial é componente relevante na atração de administradores e conselheiros, e a possibilidade de extensão patrimonial por presunções

54 Cf. LEI Nº 11.101, DE 9 DE FEVEREIRO DE 2005. Art. 51-A. Após a distribuição do pedido de recuperação judicial, poderá o juiz, quando reputar necessário, nomear profissional de sua confiança, com capacidade técnica e idoneidade, para promover a constatação exclusivamente das reais condições de funcionamento da requerente e da regularidade e da completude da documentação apresentada com a petição inicial.

numéricas pode induzir posturas defensivas, com reflexo na capacidade de recuperação de empresas em dificuldades.

Dessa forma, o PL 2.485/2023, apesar de buscar enfrentar desafios reais relacionados à proteção do crédito, apresenta falhas: (i) aproxima indevidamente subcapitalização material de mera insolvência[55]/descapitalização superveniente; (ii) adota critério presuntivo rígido e transversal que não se ajusta à heterogeneidade setorial nem à inexistência de "cifra ideal" universal;[56] e (iii) desloca a DPJ do seu eixo justificante de abuso objetivo, aproximando-a de uma sanção ao insucesso empresarial, com potencial de insegurança jurídica e incremento de litígios. Em síntese, para que a regulação da subcapitalização seja eficaz sem desfigurar a responsabilidade limitada, o debate deve preservar a distinção entre vício estrutural de capitalização e risco regular do negócio, incorporar a heterogeneidade dos credores e, até mesmo por um aspecto integrado, articular instrumentos informacionais, patrimoniais *ex ante* e responsabilizatórios *ex post* de maneira calibrada, em vez de converter o patrimônio líquido insuficiente em fundamento autônomo e presumido.

Na tramitação legislativa, o PL 2485/2023 foi inicialmente apreciado pela Comissão de Indústria, Comércio e Serviços em 18 de abril de 2024, quando a relatora Ivoneide Caetano apresentou parecer favorável com substitutivo. O texto original previa a inclusão do art. 49-B no Código Civil para exigir patrimônio líquido compatível com o porte das atividades ou com o montante das obrigações, estabelecendo presunção de subcapitalização e, provisoriamente, um piso mínimo correspondente a 5% das obrigações. Também propunha alterar o art. 50 para tornar a subcapitalização fundamento autônomo de DPJ. O substitutivo suprimiu o critério fixo de 5%, passou a

---

55 RODRIGUES FILHO, Otávio Joaquim. A teoria da desconsideração da personalidade jurídica. In: RODRIGUES FILHO, Otávio Joaquim. *Desconsideração da personalidade jurídica e processo*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2023. RB-3.4.2.

56 DINIZ, Gustavo Saad. *Subcapitalização societária:* financiamento e responsabilidade. Belo Horizonte: Fórum, 2012. p. 199-203.

caracterizar a subcapitalização pelo patrimônio líquido negativo, passível de regulamentação pelo Poder Executivo, condicionou a desconsideração à existência concomitante de subcapitalização e inadimplemento e limitou a responsabilização dos sócios ao valor negativo do patrimônio líquido.

Posteriormente, em 8 de agosto de 2024, a própria relatora reviu seu posicionamento e passou a recomendar a rejeição integral do projeto, sob o fundamento de que a proposta converteria uma condição contábil em gatilho de responsabilização patrimonial sem demonstração de ilicitude, com potenciais efeitos negativos sobre micro e pequenas empresas, aumento da litigiosidade e tensionamento do princípio da responsabilidade limitada. Após a rejeição na CICS, em 13 de novembro de 2024, o projeto foi encaminhado à Comissão de Constituição e Justiça e de Cidadania, onde ainda dependerá de análise quanto à constitucionalidade, juridicidade, técnica legislativa e mérito para definição de seu destino na Câmara dos Deputados.

2.1. Como legislar sobre a subcapitalização material?

Legislar sobre a DPJ é tarefa estruturalmente complexa, porque envolve um ponto entre (i) proteção de credores e terceiros e (ii) preservação da autonomia patrimonial como técnica de alocação e segregação de riscos no tráfego econômico. Essa complexidade, como visto, se intensificaria no Brasil, considerando que a DPJ aparece com aplicações banalizadas em casos de Teoria Maior, e em microssistemas setoriais com finalidades e pressupostos distintos (v.g., no consumo e no meio ambiente), ao lado de uma cláusula geral no direito civil e de um procedimento próprio no CPC, combinação que favorece leituras expansivas, assimetrias decisórias e, em consequência, insegurança jurídica.

No que toca à subcapitalização societária, o problema é também sensível: a responsabilidade limitada impulsiona o progresso econômico justamente por reduzir a aversão ao risco, atrair capitais e

permitir a organização eficiente da atividade produtiva; em termos normativos, a autonomia patrimonial é concebida como instrumento lícito de segregação de riscos, com função de estímulo ao empreendedorismo. Ao mesmo tempo, cenários de transferência assimétrica de riscos a credores e terceiros tornaria controvertida a identificação do limiar entre liberdade de conformação patrimonial e abuso.

Não é recente o fato de que a doutrina identifica essa tensão e aponta dificuldades para uma disciplina legislativa mais direta. Ainda durante o contexto de criação do atual Código Civil de 2002, sobre artigo 50, Xavier já registrava que: "O texto do artigo 50 do Novo Código Civil pecou ao omitir-se em relação a um ponto tormentoso [...] que é a ocorrência da subcapitalização como motivos para o reconhecimento da desconsideração",[57] destacando, além disso, a peculiaridade de um sistema que àquela época não adotava regra geral de capital mínimo, entendendo abre o debate sobre os limites da liberdade de fixação do capital pelos fundadores.

No mesmo sentido, o autor observava que, "como aspecto negativo frente à redação proposta", estaria o "esquecimento de inclusão da questão da subcapitalização como motivo autorizador" da desconsideração[58] e sublinhava tratar-se de questão complexa ainda não devidamente enfrentada, mas que mereceria maiores reflexões, tal qual apontam também ao longo dos anos Diniz,[59] e Rodrigues Filho,[60] entre outros.

Essa cautela, no entanto, também aparece em parte da doutrina contemporânea: a crítica (associada, no debate, a leituras como as

---

57 XAVIER, José Tadeu Neves. A teoria da desconsideração da pessoa jurídica no novo Código Civil. *Revista da AGU*, Brasília, DF, v. 34, 2004. p. 11.

58 XAVIER, José Tadeu Neves. A teoria da desconsideração da pessoa jurídica no novo Código Civil. *Revista da AGU*, Brasília, DF, v. 34, 2004. p. 15.

59 DINIZ, Gustavo Saad. *Subcapitalização societária:* financiamento e responsabilidade. Belo Horizonte: Fórum, 2012. p. 234.

60 RODRIGUES FILHO, Otávio Joaquim. A teoria da desconsideração da personalidade jurídica. In: RODRIGUES FILHO, Otávio Joaquim. *Desconsideração da personalidade jurídica e processo.* São Paulo: Revista dos Tribunais, 2023. RB-3.4.2.

de Salomão Filho e outros comercialistas) é que sancionar subcapitalização apenas pela "inadequação" do capital pode ser excessivo em um sistema que não exige capital mínimo ou estrutura adequada de capital como regra geral, deslocando ao Judiciário um juízo econômico-financeiro intrinsecamente variável e setorial. Por isso, surge a pergunta: haveria necessidade de legislar "nesse sentido"? A experiência brasileira com exigências formais elevadas como ocorreu com a EIRELI (capital mínimo legal) e sua posterior transformação/extinção legislativa é invocada neste trabalho como evidência de que capital mínimo pode funcionar mais como barreira burocrática do que como solução estrutural para problemas de subcapitalização.

Ocorre que cifras de equilíbrio patrimonial e transparência não são suficientes para tratar todas as dimensões do fenômeno: (i) a adequação de capital depende de porte, setor, ciclo do negócio e nível de risco, (ii) crises e choques podem tornar "insuficiente" um patrimônio anteriormente adequado sem que isso denote abuso, e (iii) métricas rígidas podem estimular contabilidade defensiva ou simples realocação formal de riscos. A própria discussão legislativa recente sobre o tema ilustra essa dificuldade: propostas que buscam definir subcapitalização por referência a "compatibilidade" entre patrimônio líquido, porte e obrigações reconhecem a apuração difícil e os riscos de impor, por via transversa, deveres de recapitalização sob ameaça de DPJ.

Nesse contexto, se reconhecendo a subcapitalização como um problema a ser enfrentado e a despeito de uma interpretação integrativa no sentido de não haver necessidade de atualização legislativa porque a disciplina do abuso e da desconsideração já permitiria lidar com hipóteses qualificadas,[61] verificou-se que a Lei da Liberdade Econômica alterou o entorno normativo da matéria e estreitou a leitura do desvio de finalidade em chave mais objetivada (com definições legais e reforço da excepcionalidade). Isso torna mais difícil susten-

61 DINIZ, Gustavo Saad. *Subcapitalização societária:* financiamento e responsabilidade. Belo Horizonte: Fórum, 2012.

tar, por integração, uma acomodação estável da subcapitalização dentro do artigo 50 sem reabrir disputas interpretativas e variações judiciais relevantes.

Em verdade, no atual estado, o que se infere é que a subcapitalização material poderia, quando muito, atuar como dado indiciário ou contextual, reforçando a leitura de abuso em casos em que existam elementos adicionais de instrumentalização ilícita (por exemplo, estratégias de esvaziamento patrimonial, operações simuladas, mecanismos de blindagem orientados à frustração de credores, entre outros). Isoladamente, porém, o fenômeno deixa de se ajustar ao requisito normativo do "propósito".

Verifica-se, assim, a plausibilidade de uma lacuna de regulação (ao menos sob a perspectiva de contrariedade imposta pela LLE e da necessidade de previsibilidade na aplicação do instituto): a DPJ permanece tema controverso e aplicado de formas diversas a depender do julgador, e a ausência de delimitação positiva quanto à subcapitalização, em um ambiente de litigiosidade elevada, pode agravar incertezas. Some-se a isso o fato de que discussões repetitivas em tribunais superiores mostram a permanência do risco de "atalhos" decisórios (p. ex., debates sobre insuficiência patrimonial, encerramento irregular e falta de bens penhoráveis), o que deveria provocar o legislativo a reduzir generalizações indevidas.

Assim, resta entender de que forma legislar, e essa análise deve ser feita, inicialmente, em sentido negativo: de que forma não legislar. Conforme se viu ao longo do trabalho, critérios quantitativos fixos tendem a falhar diante da heterogeneidade empresarial; capital mínimo tende a funcionar como barreira (e não como resposta suficiente); buscar uma adequação patrimonial seria inviável e uma estratégia de responsabilização direta automática pode desfigurar a lógica da responsabilidade limitada e confundir DPJ com regimes ordinários de imputação. A legislação, portanto, deve ser concebida de modo a aumentar previsibilidade e reduzir os casos de desconsideração por mera insolvência. Caberá a trabalhos futuros, no entanto, definir as exatas formas de se realizar tal regulação, ficando este trabalho ape-

nas com a conclusão de destacar como tal positivação, que se conclui necessária, não deve ser elaborada.

Conclusão.

Conclui-se que há conveniência em discutir atualização legislativa para o tratamento da subcapitalização material, sobretudo porque, após a Lei 13.874/2019, a DPJ por desvio de finalidade em sentido objetivo encontra menor aderência quando a subcapitalização é alegada isoladamente. Nesse contexto, o debate legislativo pode cumprir função de delimitação conceitual e de orientação de aplicação, desde que preserve a lógica da autonomia patrimonial e da responsabilidade limitada.

A adequação de uma futura disciplina, contudo, depende de evitar a conversão do tema em presunções automáticas. Fórmulas numéricas fixas e critérios uniformes tendem a confundir subcapitalização com insolvência, além de tratar como ilícitas estruturas legítimas de financiamento, variáveis por setor, porte e estágio de atividade. O risco é deslocar para o Judiciário um controle ex post de decisões empresariais ordinárias, ampliando incerteza e litigiosidade.

Por isso, eventual regulação deveria trabalhar com parâmetros contextuais e verificáveis, vinculando a incidência à demonstração de transferência indevida de riscos a credores e terceiros. A utilidade normativa de uma atualização legislativa está em oferecer critérios de qualificação e de prova que reduzam confusões conceituais, sem enfraquecer o financiamento empresarial nem criar incentivos a controvérsias oportunistas. Para isso, a disciplina deve manter recorte preciso do fenômeno, evitando equipará-lo à mera insuficiência patrimonial momentânea, e circunscrever sua incidência a hipóteses em que a estrutura de capital funcione como mecanismo de transferência indevida de riscos a credores/terceiros, com parâmetros de aplicação que preservem previsibilidade.

RECOMPOSIÇÃO DO PRAZO DE VIGÊNCIA DE PATENTES À LUZ DO DIREITO COMPARADO[1]

RECOMPOSITION OF PATENT TERMS IN LIGHT OF COMPARATIVE LAW

Karlo Fonseca Tinoco*
Roberto Rodrigues**
Daniela da Costa Fernandes***

Resumo: A garantia constitucional da duração razoável do processo colide, no domínio da propriedade industrial, com atrasos administrativos que corroem o "prazo útil" de exclusividade das patentes. Examinamos, por método funcional de direito comparado, se e como mecanismos de Patent Term Adjustment (PTA) corrigem essa fricção temporal e que lições oferecem ao Brasil. A pesquisa combina a microcomparação e macrocomparação (aspectos concorrenciais e trajetórias regulatórias) em EUA, China, Coreia do Sul, Singapura, Brunei e países latino-americanos com mecanismos de ajuste de prazo. Demonstra-se a convergência em três pilares: gatilhos objetivos, cálculo proporcional com deduções estritas e limites para evitar sobrecompensação. Ademais, à luz da ADI 5529, a recomposição pro-

---

1 Artigo recebido em: 06.05.2026 e aceito em: 06.07.2026.

* Professor Adjunto do Programa de Mestrado em Direito da Universidade Candido Mendes (2018–2023); Chargé d'enseignement nas Universidades de Strasbourg, Lorraine e Haute-Alsace (2013–2017); Doutor em Direito pela Université de Strasbourg (2014); LL.M. em Droit de la Propriété Intellectuelle pelo Centre d'Études Internationales de la Propriété Intellectuelle (CEIPI), Université de Strasbourg III (2007); Bacharel em Ciências Jurídicas e Sociais pela Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul – PUC-RS (2006); membro fundador da Association Francophone de la Propriété Intellectuelle (AFPI); ex-co-diretor e atual revisor da Revue Francophone de la Propriété Intellectuelle. E-mail: karlo.tinoco@rna-law.com

** LL.M. in Law, Science and Technology, from Stanford Law School. E-mail: rob.rodrigues@rna-law.com

*** Mestranda em Direito Internacional pela Universidade do Estado do Rio de Janeiro. Advogada. E-mail: daniela.fernandes@rna-law.com

porcional do termo é constitucionalmente compatível no Brasil se instituída por lei, com transparência, teto material e coordenação com a indenização do art. 44 da LPI.

Palavras-chave: Ajuste de Prazo de Patentes. Propriedade industrial. Prazo Razoável.

Abstract: The constitutional guarantee of a reasonable length of proceedings clashes, in the field of industrial property, with administrative delays that erode the "useful term" of patent exclusivity. Using a functional comparative law method, we examine whether and how Patent Term Adjustment (PTA) corrects this temporal friction and what lessons they offer for Brazil. We combine micro-comparison with macro-comparison (competition aspects and regulatory trajectories) across the United States, China, South Korea, Singapore, Brunei, and Latin American countries that employ a term-adjustment mechanism. We show convergence on three pillars: objective triggers; proportional calculation with strict deductions; and limits to prevent overcompensation. Moreover, considering ADI 5529, proportional restoration of the patent term is constitutionally compatible in Brazil if established by statute, with transparency, a substantive ceiling, and coordination with the damages regime under Article 44 of the Industrial Property Act.

Keywords: Patent Term Adjustment. Industrial Property. Reasonable Time.

Sumário: Introdução. 1. Questões Metodológicas Relevantes para o Atual Direito Comparado. 2. Prazo Razoável ao Processo Administrativo. 2.1. Garantias Constitucionais ao Processo Administrativo. 2.2. Direito ao Prazo Razoável do Processo. 3. Proteção Patentária.3.1. Noção e fundamentos. 3.2. Da afetação gerada pela duração do procedimento de concessão. 4. Ajuste de Prazo de Patentes. 4.1.Mecanismos de ajuste de prazo patentário. 4.2. Macrocomparação. 4.2.1. As

trajetórias regulatórias de adoção dos mecanismos de ajuste. 4.2.2. A relação entre capacidade administrativa, backlog e duração do exame patentário nos escritórios nacionais de Propriedade Industrial. 4.3. Microcomparação: Finalidade e desenho institucional. 4.3.1 Gatilhos funcionais para o ajuste. 4.3.2. Particularidades de contagem: PCT, pedidos divididos, "extensão reflexa" e interações. 4.3.3. Atrasos "justificáveis" vs. "imputáveis ao requerente". 5. Implicações para um modelo de PTA brasileiro. Conlusão.

Introdução.

O presente artigo visa entender em que medida a ausência, de um mecanismo de compensação temporal pela demora injustificada do Instituto Nacional da Propriedade Industrial (INPI) na concessão de patentes viola o direito fundamental à duração razoável do processo e compromete a efetividade econômica da proteção patentária, para, então, investigar à luz do direito comparado, em que medida os modelos estrangeiros de compensação temporal podem informar soluções normativas e interpretativas no Brasil.

Parte-se da hipótese de que a inexistência, no direito interno, de um regime claro e proporcional de recomposição do prazo em casos de atraso injustificado do INPI produz déficit de reparação do direito fundamental à duração razoável do processo (art. 5º, LXXVIII, CF), com efeitos econômicos adversos sobre setores intensivos em tecnologia. O objetivo é duplo: (**i**) descrever, com precisão operativa, as arquiteturas de PTA em sistemas selecionados e (**ii**) avaliar sua compatibilidade com os limites constitucionais brasileiros, bem como com instrumentos já existentes na Lei de Propriedade Industrial (LPI), com o objetivo de propor um ajuste de prazo objetivo e proporcional.

A atualidade da questão evidencia-se, ainda, pelo avanço recente do debate legislativo. O Projeto de Lei nº 5.810/2025,[2] voltado à instituição de mecanismo de ajuste do prazo de vigência de patentes em razão de atrasos administrativos, recebeu, em 11 de agosto de 2026, parecer favorável na Comissão de Indústria, Comércio e Serviços da Câmara dos Deputados, na forma de substitutivo que propõe a inclusão de um art. 40-A na LPI. O novo desenho prevê parâmetros temporais objetivos para a atuação do INPI, cálculo proporcional do período compensável e apuração de ofício por ocasião da concessão, trazendo para o plano legislativo concreto a questão examinada neste trabalho. A experiência comparada passa, assim, a oferecer não apenas referencial abstrato para eventual reforma futura, mas também critério de avaliação de uma proposta normativa atualmente em discussão no Congresso Nacional.

Metodologicamente, a pesquisa combina microcomparação (foco no desenho normativo, marcos temporais, fórmulas de cálculo, exclusões por atraso do requerente e procedimentos) e macrocomparação (contexto institucional, capacidades administrativas e trajetórias de *policy transfer*). O princípio da funcionalidade orienta a seleção de casos e o *tertium comparationis*: em vez de cotejar rótulos dogmáticos, comparamos a aptidão das soluções para desempenhar a mesma função — recompor o prazo útil de exclusividade sem produzir extensões desproporcionais ou assimetrias competitivas.

O recorte empírico cobre China, Coreia do Sul, Singapura e Brunei, além de experiências latino-americanas (Chile, Colômbia, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, México, Peru, Honduras e Nicarágua), em diálogo com o caso paradigmático norte-americano. A escolha busca diversidade institucional (modelos automáticos versus de-

2 BRASIL. Câmara dos Deputados. Projeto de Lei n. 5.810, de 2025. Altera a Lei nº 9.279, de 14 de maio de 1996 (Lei de Propriedade Industrial), para instituir mecanismo de ajuste do prazo de vigência de patentes em casos de atraso na tramitação não imputável ao titular, e dá outras providências. Brasília, DF: Câmara dos Deputados, 2025. Disponível em: https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2584295. Acesso em: 17 ago. 2026.

pendentes de requerimento; fórmulas *dia a dia*; tetos materiais; exclusões por culpa do requerente), bem como proximidade com dilemas enfrentados pelo Brasil (backlog histórico, judicialização e tensão entre proteção à inovação e acesso a mercados regulados). A partir desse mosaico, derivamos critérios de desenho regulatório e *checklists* de implementação passíveis de adaptação ao contexto nacional.

A contribuição do trabalho é normativa e prática. Normativamente, propõe-se uma moldura de compatibilidade constitucional para eventuais reformas que introduzam ajustes temporais proporcionais, evitando a indeterminação temporal declarada inconstitucional pelo STF no art. 40, parágrafo único, da LPI. No plano prático, oferecer uma taxonomia de atrasos "justificáveis" e "injustificáveis" e uma heurística de cálculo que reduz discricionariedade administrativa, sinaliza condutas diligentes aos depositantes e cria incentivos corretos para o INPI. Ao final, sugerimos parâmetros para desenho legislativo e para aplicação contenciosa que preservem o equilíbrio entre estímulo à inovação, concorrência e segurança jurídica, delineando caminhos factíveis de harmonização com padrões internacionais sem abdicar das especificidades do ordenamento brasileiro.

1. Questões Metodológicas Relevantes para o Atual Direito Comparado.

O artigo procura identificar semelhanças e diferenças entre mecanismos de concessão de ajustes de prazo de patentes com base no método funcional de direito comparado. O objetivo é compreender a aplicação desse mecanismo no direito interno, comparando-a com as experiências estrangeiras e analisando possíveis alterações para a proteção do sistema patentário. A análise parte da premissa de que a ausência de um mecanismo de compensação de prazo para atrasos injustificados do escritório de propriedade industrial culmina na ausência de reparação adequada para violação ao prazo razoável.

Nesse contexto, o Direito Comparado desempenha um papel fundamental na compreensão e no aprimoramento do direito em um mundo cada vez mais interconectado, oferecendo não apenas uma nova dimensão ao estudo jurídico, mas permitindo a superação de mal-entendidos e contribuindo diretamente para o desenvolvimento do direito nacional.[3]

Nesse tema, o método comparativo "*fornece aos pesquisadores em ciência política as ferramentas necessárias para compreender tanto as grandes questões sociopolíticas quanto os acontecimentos contemporâneos*".[4] A comparação também "*desempenha, nas ciências sociais, o mesmo papel que a experimentação em laboratório exerce nas ciências naturais*".[5] Ela é também um modo de questionamento do conjunto dos fenômenos políticos e, paradoxalmente, o único capaz de evidenciar a especificidade de cada um deles considerado isoladamente.[6]

O presente trabalho, contudo, não limitará a pesquisa a uma única metodologia de direito comparado, de forma que não sejam excludentes, mas complementares dentro de um contexto maior de produção de conhecimento do direito estrangeiro.[7] Nesse contexto, o

---

3 Sobre a importância e contribuição do direito comparado: "O estudo completo do Direito Processual Civil brasileiro impõe a consulta permanente às instituições processuais dos países que integram o sistema romano-ocidental, eis que elas ou informaram as nossas e, por isso, lhes facilitam a compreensão, ou oferecem fartos subsídios ao seu aperfeiçoamento". (BERMUDES, Sérgio. *Introdução ao processo civil*. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2006, p. 169)

4 GAZIBO, Mamoudou; JENSON, Jane. *La politique comparée: fondements, enjeux et approches théoriques*. 2. éd. rev. et mise à jour. Montréal: Les Presses de l'Université de Montréal, 2015. p. 14.

5 GAZIBO, Mamoudou; JENSON, Jane. *La politique comparée: fondements, enjeux et approches théoriques*. 2. éd. rev. et mise à jour. Montréal: Les Presses de l'Université de Montréal, 2015. p. 15.

6 BADIE, Bertrand; HERMET, Guy. *La politique comparée*. Paris: Dalloz, 2001. p. 1.

7 BASEDOW, Jürgen. Comparative Law and its Clients. *American Journal of Comparative Law (AJCL)*, Vol. 62, No. 4, p. 821-857, 2014 (Max Planck Private Law Research Paper No. 14/2). Disponível em: https://ssrn.com/abstract=2391171. Acesso em: 15 jun.2026; VICENTE, D. M.

método funcional em direito comparado compreende que as normas exercem as mesmas funções dentro de determinados sistemas jurídicos nacionais para regular determinada situação.[8] Toda investigação em Direito Comparado deve começar com uma hipótese, que pode surgir da insatisfação com o direito nacional, de um estudo acadêmico ou de qualquer outro questionamento decorrente do estudo e do conhecimento de um sistema jurídico.[9] O princípio básico de toda metodologia é a funcionalidade que ela proporciona.

2. Prazo Razoável no Processo Administrativo.

A expansão da incidência do devido processo legal ao âmbito do Direito Administrativo decorre do reconhecimento de que a atuação estatal, especialmente no exercício do poder de polícia, também interfere diretamente na esfera jurídica dos particulares (3.1). Nesse contexto, o processo administrativo deixa de ser concebido apenas como mecanismo formal de organização da atividade administrativa e passa a constituir instrumento de concretização dos direitos fundamentais. Entre as garantias que integram esse modelo constitucional de processo, destaca-se o direito à razoável duração do processo (3.2). A excessiva demora administrativa, sobretudo quando decorrente de falhas estruturais imputáveis ao próprio Poder Público, compromete a eficácia dos direitos fundamentais e pode ensejar a responsabilização estatal pelos danos causados aos administrados.

Direito Comparado - Introdução aos Sistemas Jurídicos em Geral. 1. ed. Coimbra: Almedina, v. I, 2018. GORDLEY, J. Comparison, Law, and Culture: A Response to Pierre Legrand. *American Journal of Comparative Law*, Washington, Vol. 65, No. Special Issue, p. 133-180, 2017.

8 MICHAELS, Ralf. The Functional Method of Comparative Law**.** *In*: *The Oxford Handbook of Comparative Law. Oxford*: Oxford University Press, 2006

9 ZWEIGERT, Konrad; KÖTZ, Hein. *Introduction to comparative law*, v. I: the framework. Oxford: Clarendon Press, 1987.

2.1. Garantias Constitucionais no Processo Administrativo.

Como a Administração Pública também exerce sua atuação sobre o patrimônio jurídico dos particulares, há a expansão da incidência do princípio do devido processo legal ao âmbito do Direito Administrativo.[10] O exercício do poder de polícia, típico da Administração Pública, encontrou seu contrapeso democrático justamente na cláusula do devido processo legal administrativo. Esse princípio passou a funcionar como limite essencial à atuação do poder público, não apenas no aspecto formal, mas também no conteúdo das decisões administrativas. Ou seja, além de impedir que o poder estatal ultrapasse os limites que protegem o patrimônio jurídico dos administrados, o devido processo legal impõe exigências materiais: as decisões devem ser justas, adequadas e compatíveis com o ordenamento jurídico, sendo controladas por esse mesmo princípio.[11]

À vista disso, o processo deve ser compreendido como um instrumento de efetivação dos direitos fundamentais, os quais decorrem tanto da aplicação reflexiva dos princípios, quanto da incidência de regras jurídicas. Não se trata de uma estrutura neutra ou autônoma em relação aos direitos fundamentais que busca realizar, mas, ao contrário, de um mecanismo voltado precisamente à sua concretização.[12]

Por isso, afirma-se que o direito a um processo justo ou adequado nasce diretamente da positivação dos próprios princípios constitucionais. Em outras palavras, a tutela é parte essencial do próprio conteúdo do direito fundamental. Isso se explica pela relação de

---

10 ROCHA, Cármen Lúcia Antunes. Princípios constitucionais do processo administrativo no Direito brasileiro. *Revista de Informação Legislativa*, Brasília, ano 34, n. 136, p. 5-28, out./dez. 1997; DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. Limites da utilização de princípios do processo judicial no processo administrativo. *Revista do TCE do Rio de Janeiro*, Rio de Janeiro, n. 2, [S. l.], 2013.

11 ROCHA, Cármen Lúcia Antunes. Princípios constitucionais do processo administrativo no Direito brasileiro. *Revista de Informação Legislativa*, Brasília, ano 34, n. 136, p. 5-28, out./dez. 1997.

12 ORTH, John. *Due process of law* - a brief history. Kansas: UPK, 2003, p. 89

reciprocidade entre os princípios formais e materiais do ordenamento jurídico: enquanto os princípios materiais conferem conteúdo às normas, os princípios formais garantem os instrumentos necessários à sua eficácia.[13] Os elementos que compõem o chamado "devido processo procedimental" não são arbitrários ou meramente formais, mas derivam diretamente do ideal de proteção dos direitos fundamentais.

Surge, nesse contexto, a teoria do risco administrativo, segundo a qual a responsabilização do Estado depende apenas da demonstração do nexo causal entre a atuação administrativa e o dano sofrido pelo particular. Não se exige a comprovação de culpa da Administração, cabendo ao Poder Público demonstrar eventual causa excludente de responsabilidade. A lógica é própria do Direito Público: se a Administração exerce atividades que podem gerar danos aos administrados e delas retira benefícios institucionais e sociais, deve também suportar os ônus correspondentes. A análise desloca-se, portanto, da culpa ou da razoabilidade da prestação do serviço para a existência de relação causal entre a conduta estatal e o prejuízo suportado pelo particular.[14]

2.2. Direito ao Prazo Razoável do Processo.

O inciso LXXVIII do art. 5º da Carta Magna tem como objetivo promover a prestação estatal em tempo razoável. Contudo, a responsabilidade do Estado pela lesão à razoável duração do processo decorre não apenas dos arts. 5º, LXXVIII, e 37, § 6º, da Constituição Federal, mas também do art. 186 do Código Civil, bem como arts. 139, II, 485, VI e §3º, 203, §4º e 240 do Código de Processo Civil de 2015. Ademais, como destaca a doutrina[15] e a jurisprudência internacio-

---

13 ÁVILA, Humberto. *Sistema constitucional tributário*. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2008, p. 581.

14 MOTA, Maurício Jorge. *Responsabilidade civil do Estado legislador*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 1999.

15 SUNDFELD, Carlos Ari; VORONOFF, Alice. Art. 27 da LINDB - Quem paga pelos riscos dos

nal,[16] os interessados prejudicados pela mora podem vindicar a reparação dos danos dela decorrentes.

A condenação do Estado pela lesão ao prazo razoável, portanto, possui dupla finalidade: (**i**) ressarcir os prejudicados pela demora indevida; e (**ii**) pressionar o Poder Público a efetuar reformas legislativas e investimentos necessários para melhoria da máquina judiciária ou administrativa.[17] É preciso distinguir com clareza, de um lado, o direito fundamental à conclusão do processo administrativo em prazo razoável e, de outro, a reparação devida pelo Estado quando o descumprimento desse dever causar dano ao administrado. A reparação não se confunde com a própria garantia de duração razoável, nem constitui consequência automática de toda demora: pressupõe a configuração de lesão juridicamente relevante e do correspondente dever de recomposição.

Paulo Hoffman sustenta que o Estado é responsável objetivamente pela duração exagerada do processo, seja por culpa ou dolo do juiz ou pela insuficiência estrutural do Poder Judiciário.[18] Dessa forma, a responsabilização pela duração anormal do processo enquadra-se nas prescrições do § 6º do art. 37 da Constituição da República. A atividade jurisdicional defeituosa do Estado configura, *per se*, a causa do dano, razão pela qual entende-se que a responsabilidade nessa situação é objetiva.

---

processos? *Revista de Direito Administrativo*, Rio de Janeiro, v. 271, p. 171–201, 2018. Edição Especial - Direito Público na Lei de Introdução às Normas de Direito Brasileiro - LINDB (Lei nº 13.655/2018). DOI: https://doi.org/10.12660/rda.v0.2018.77654.

16 CORTE EUROPEIA DE DIREITOS HUMANOS. Caso Unión Alimentaria Sanders v. Espanha. 1989.

17 CABRAL, Antonio do Passo. A duração ext. *In*: FREIRE, Alexandre; DANTAS, Bruno; NUNES, Dierle; DIDIER JR., Fredie; MEDINA, José Miguel Garcia; FUX, Luiz; CAMARGO, Luiz Henrique Volpe; OLIVEIRA, Pedro Miranda de (Orgs.). *Novas Tendências do Processo Civil – Estudos sobre o Projeto do Novo CPC.* Salvador: JusPODIVM, 2013.

18 HOFFMAN, Paulo. *Duração Razoável do Processo.* São Paulo: Quartier Latin, 2006.

Conforme Antonio do Passo Cabral,[19] na ausência de parâmetros objetivos, a Corte Europeia de Direitos Humanos estabeleceu que a razoabilidade do prazo deve considerar quatro elementos: (i) a complexidade do assunto; (ii) a atividade processual do interessado; (iii) a conduta das autoridades judiciais ou administrativas; e (iv) a afetação gerada pela duração do procedimento na situação jurídica da pessoa envolvida no procedimento.[20] Esses parâmetros influenciaram o desenvolvimento da análise da razoabilidade no direito brasileiro.[21] Tais requisitos não somente estão preenchidos no objeto em análise como se confundem com os três elementos do ato ilícito, a saber: (i) conduta dolosa ou culposa contrária à norma jurídica; (ii) dano; e (iii) nexo de causalidade entre a conduta e o dano.[22]

A insuficiência dos meios disponíveis ou o imenso volume de trabalho que pesa sobre determinados órgãos judiciais isenta os juízes de responsabilização pessoal pelos atrasos, mas não priva os cidadãos de reagir diante de tal demora, nem permite considerá-la inexistente.[23] Não se pode admitir que fatores institucionais, técnicos,

---

19 CABRAL, Antonio do Passo. A duração ext. *In*: FREIRE, Alexandre; DANTAS, Bruno; NUNES, Dierle; DIDIER JR., Fredie; MEDINA, José Miguel Garcia; FUX, Luiz; CAMARGO, Luiz Henrique Volpe; OLIVEIRA, Pedro Miranda de (Orgs.). *Novas Tendências do Processo Civil – Estudos sobre o Projeto do Novo CPC*. Salvador: JusPODIVM, 2013.

20 CORTE EUROPEIA DE DIREITOS HUMANOS. Caso Motta v. Espanha; Caso Ruiz Mateos v. Espanha. [s.d.]; CORTE INTERAMERICANA DE DIREITOS HUMANOS. Caso Valle Jaramillo e outros v. Colômbia. 2008; CORTE INTERAMERICANA DE DIREITOS HUMANOS. Caso Tenorio Roca e outros v. Peru. 2016.

21 CABRAL, Antonio do Passo. A duração ext. *In*: FREIRE, Alexandre; DANTAS, Bruno; NUNES, Dierle; DIDIER JR., Fredie; MEDINA, José Miguel Garcia; FUX, Luiz; CAMARGO, Luiz Henrique Volpe; OLIVEIRA, Pedro Miranda de (Orgs.). *Novas Tendências do Processo Civil – Estudos sobre o Projeto do Novo CPC*. Salvador: JusPODIVM, 2013.

22 TEPEDINO, Gustavo; BARBOZA, Heloisa Helena; MORAES, Maria Celina Bodin de. *Código Civil interpretado*: conforme a Constituição da República. Volume 1: Parte Geral e Obrigações (arts. 1º a 420). 3. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro; São Paulo: Renovar, 2014.

23 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça (STJ). Recurso Especial n. 1.383.776/AM. Relator: Ministro Og Fernandes. Segunda Turma. Julgado em 6 set. 2018. *Diário da Justiça Eletrônico*, 17 set. 2018.

subjetivos ou derivados da insuficiência material justifiquem a insuficiência de órgãos administrativos.[24]

O discurso do excesso de processos ou ausência de servidores em número suficiente, por exemplo, se presta às reivindicações de melhores condições de trabalho, mas não impede a aplicação do princípio da duração razoável.[25] Se a União Federal, ente político incumbido da prestação do serviço, não o põe à disposição do jurisdicionado de modo eficiente, e se dessa deficiente atuação sobrevém dano, incumbe-lhe indenizar. A precariedade da estrutura administrativa de órgãos da Administração Pública, ainda que justifique eventual dilação de prazo para conclusão de procedimentos que atendam a população, jamais pode servir de pretexto para postergação sucessiva de procedimentos administrativos relevantes.[26]

Sem dúvida, a demora excessiva em processos administrativos, provocada direta e exclusivamente pelo Poder Público, é causa para a adoção de medidas compensatórias em prol daqueles que foram prejudicados pelo atraso. A demora processual estrangula os direitos fundamentais. Pedir com razão e só receber depois de muito tempo é o mesmo que não ter direito.[27] Como reconhece o Superior Tribunal de Justiça, não é aceitável que se negue ao jurisdicionado a tramitação do processo em tempo razoável, e se omita o Poder Judiciário em conceder reparações pela lesão a esse direito previsto na Constituição e nas leis brasileiras.[28] Assim, reconhecimento da res-

---

24 Câmara; MONTERREAL, José Maria Reyes. *La responsabilidad del Estado por error y anormal funcionamiento de la administración de justicia*. 2. ed. Madrid: Colex, 1995. p. 40

25 CORTE EUROPEIA DE DIREITOS HUMANOS**.** Caso Buchholz v. Alemanha. 1980.

26 BRASIL. Justiça Federal (São Paulo). Sentença proferida pela Juíza Marisa Ferreira dos Santos, em 9 nov. 1995. Processo n. 89.0017372-3; BRASIL. Superior Tribunal de Justiça (STJ). AgInt no Agravo em Recurso Especial n. 2.154.254 - RS (2022/0188546-5). Julgado em 2023.

27 LEAL, Fábio Resende; MARTA, Taís Nader. A responsabilidade civil do Estado pela demora processual. *In*: DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella et al. (org.). *Responsabilidade do Estado*: estudos em homenagem ao Professor Edmir Netto de Araujo. São Paulo: Liber Ars, 2021. p. 266.

28 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial n. 1.383.776/AM. Relator: Ministro

ponsabilidade do Estado pela demora na prestação jurisdicional poderá conduzir à indenização, tanto por dano material quanto por dano moral.[29]

3. Proteção Patentária.

O sistema de patentes estrutura-se como mecanismo jurídico destinado a assegurar ao inventor o direito exclusivo de exploração econômica de sua criação, funcionando simultaneamente como instrumento de estímulo à inovação, de proteção ao investimento em pesquisa e desenvolvimento e de promoção do progresso industrial e econômico (4.1). A tutela patentária, contudo, somente cumpre adequadamente sua função social quando acompanhada de mecanismos institucionais capazes de garantir efetividade ao direito de exclusão conferido ao titular. Nesse contexto, a demora excessiva na análise e concessão de pedidos de patente pelo INPI compromete diretamente a utilidade prática da proteção jurídica assegurada pela Lei de Propriedade Industrial, especialmente porque o exercício pleno das tutelas repressivas e indenizatórias depende da efetiva concessão da patente (4.2).

3.1. Noção e fundamentos.

Conforme a Organização Mundial da Propriedade Industrial,[30] uma patente é um direito exclusivo, válido por determinado período

---

Og Fernandes. Segunda Turma. Julgado em 6 set. 2018. *Diário da Justiça Eletrônico*, 17 set. 2018.

29 STOCO, Rui. *Tratado de responsabilidade civil: doutrina e jurisprudência*. 10. ed. rev., atual. e reform., com acréscimo de acórdãos do STF e STJ. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014.

30 WIPO. Introduction to the international intellectual property legal framework, [S. l.]. Disponível em: https://www.wipo.int/edocs/pubdocs/pt/wipo-pub-1081-1-pt-introduction-to-the-international-intellectual-property-legal-framework.pdf. Acesso em: 23 mai. 2026.

desde que as taxas de manutenção sejam pagas pontualmente, concedido por um escritório nacional de patentes de um país ou grupo de países sobre uma invenção que seja *nova*, envolve *atividade inventiva* e *suscetível à aplicação industrial*.

Na jurisprudência do Tribunal de Justiça da União Europeia (CJUE), a função essencial da propriedade industrial está intrinsecamente ligada ao intuito de conciliar o direito de exclusividade com o princípio da livre circulação de mercadorias no mercado comum europeu.[31] A função social da propriedade industrial, sob essa ótica, é o progresso da técnica em benefício da sociedade; a recompensa financeira ao inventor é o instrumento necessário para atingir esse progresso.[32] Portanto, o direito de exclusividade só é justificado enquanto cumpre essa missão de estimular a inovação colocada ao serviço da coletividade[33]

No mesmo sentido, a ordem jurídica inaugurada pela Constituição de 1988 brasileira determina que a proteção da propriedade intelectual visa o desenvolvimento nacional, buscando o equilíbrio entre o desenvolvimento e a proteção à propriedade intelectual além dos limites privatistas da matéria.[34] Por essa razão, do mesmo modo

---

31 UNIÃO EUROPEIA. Tribunal de Justiça. Acórdão de 31 de outubro de 1974. Processo 15/74. Centrafarm B. V. contra Sterling Drug Inc. Recueil de Jurisprudence, 1974; UNIÃO EUROPEIA. Tribunal de Justiça. Acórdão de 11 de julho de 1996. Processos apensados C-427/93, C-429/93 e C-436/93. Bristol-Myers Squibb e outros contra Paranova A/S. Recueil de Jurisprudence, 1996; UNIÃO EUROPEIA. Tribunal de Justiça. Acórdão de 14 de julho de 1981. Processo 187/80. Merck & Co. Inc. contra Stephar BV. Recueil de Jurisprudence, 1981.

32 TINOCO, Karlo Fonseca. Les licences des droits de propriété industrielle à l'épreuve de l'intérêt général: une étude de droit brésilien, français et européen. 2014. 380 f. Tese (Doutorado em Direito da Propriedade Intelectual) – École Doctorale 101, Université de Strasbourg, Strasbourg, 2014.

33 UNIÃO EUROPEIA. Tribunal de Justiça. Acórdão de 11 de julho de 1996. Processos apensados C-427/93, C-429/93 e C-436/93. Bristol-Myers Squibb e outros contra Paranova A/S. Recueil de Jurisprudence, 1996; UNIÃO EUROPEIA. Tribunal de Justiça. Acórdão de 22 de outubro de 1991. Processo C-44/89. Georg von Deetzen contra Hauptzollamt Oldenburg. Bulletin de la Cour de justice des Communautés européennes, n. 18-1.

34 FORGIONI, Paula Andrea. *A evolução do direito comercial brasileiro:* da mercancia ao mer-

que ocorre com a livre concorrência, a proteção da propriedade intelectual se torna elemento de proteção da coletividade e da busca do bem-estar, além dos interesses do agente econômico.[35]

3.2. A afetação gerada pela duração do procedimento de concessão.

A morosidade estatal, em matéria de propriedade industrial, não representa mera irregularidade administrativa, mas frustração do núcleo econômico do direito de exclusividade. Isso porque, em setores marcados por ciclos rápidos de inovação e intensa competição tecnológica, a utilidade econômica da patente está diretamente vinculada ao fator temporal.

Um dos principais objetivos da proteção à propriedade industrial é a repressão da concorrência desleal por meio do desvio de clientes de criadores para garantir o retorno do investimento o qual, pelas forças do mercado, seria imediatamente apropriável, utilizável e passível de cópia por qualquer pessoa,[36] inclusive por concorrentes que não destinaram recursos humanos e financeiros para pesquisa e desenvolvimento.[37]

Dessa forma, não obstante o depositante goze de proteção contra infratores desde a publicação do pedido (art. 44, caput, da LPI), tan-

---

cado. 5. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021; CERQUEIRA, João da Gama. *Tratado da Propriedade Industrial: volume I:* da propriedade industrial e do objeto dos direitos. Atualizado por Newton Silveira e Denis Borges Barbosa. 3. ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2010. p. 73-74, 81-83, 138-142

35 FORGIONI, Paula Andrea. *A evolução do direito comercial brasileiro*: da mercancia ao mercado. 5. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021.

36 J. GORDON, Wendy. Asymmetric market failure and prisoner's dilemma in intellectual property. *Dayton Law Review*. n. 17, p. 853, 1992. Disponível em: https://scholarship.law.bu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2953&context=faculty_scholarship

37 MIRANDA, Pontes de. *Tratado de Direito Privado* – Tomo XVI. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1954. p. 477

to a tutela indenizatória como a tutela específica, prevista no art. 42, somente podem ser exercidas quando a patente é concedida. Nesse caso, o direito material pode ser afetado por medidas processuais graves, haja vista que "*a titularidade de direitos é destituída de sentido na ausência de mecanismos para a sua efetiva reivindicação*".[38]

Fica evidente que não se pode exigir do titular da propriedade industrial uma postura passiva diante da violação de seu direito.[39] A finalidade dessas tutelas é preservar situações fáticas e jurídicas que, sem proteção adequada, tornariam a sentença ineficaz ou reduziriam significativamente sua utilidade prática diante da violação do direito,[40] sobretudo para evitar que situações de risco se convertam em danos irreparáveis antes da decisão final como (i) a perda de quota de mercado; (ii) a continuação da infração por período ilimitado; (iii) danos à reputação; e (iv) risco de insolvência.[41]

Nesses termos, o Sistema Europeu de Direitos Humanos reconhece a lesividade oriunda da demora na análise do pedido de um direito de exclusividade por parte do escritório de propriedade industrial. Trata-se de caso *Denev v. Sweden*, em que processo decisivo para o registro do desenho industrial se prolongou por quase quatro anos. Considerando que a proteção total era de cinco anos contados a partir da data de depósito do pedido, por óbvio, a demora administrativa culminou em danos ao titular e violação ao prazo razoável.[42]

---

38 CAPPELLETTI, Mauro; GARTH, Bryant. *Acesso à justiça*. Tradução de Ellen Gracie Northfleet. Porto Alegre: Sérgio Antonio Fabris, 2002. p. 12.

39 THEORODO JR., Humberto. Tutela Jurisdicional da Propriedade Industrial. *Revista dos Tribunais*, São Paulo, v. 145, p. 92-102, 1987.

40 THEORODO JR., Humberto. Tutela Jurisdicional da Propriedade Industrial. *Revista dos Tribunais*, São Paulo, v. 145, p. 92-102, 1987.

41 EUROPA. Unified Patent Court. Valeo Electrification v. Magna PT B.V. & Co. KG et al. Relator: Juiz Klaus Grabinski. Data de Publicação: 31 de outubro de 2024.

42 EUROPEAN COMMISSION OF HUMAN RIGHTS. *Denev v. Sweden* (report (31)), no. 25419/94, 14 jan. 1998. CE:ECHR:1998:0114REP002541994; ESTADOS UNIDOS. Corte de Apelação do Circuito Federal. Apelação nº. 2024-1324, 2024-1409 Natera v. NeoGenomics. Relatora: Juíza Kimberly A. Moore. Data de Julgamento: 12 de julho de 2024; ESTADOS UNIDOS. Corte

É justamente nesse ponto que se compreende a função do PTA. Em vez de remeter o titular ao contencioso judicial para pleitear uma indenização, modelo serve como instrumento de compensação *ex ante*, incorporado à própria lei de patentes. O PTA não pressupõe culpa, dolo ou até mesmo ilicitude administrativa, mas apenas a constatação objetiva de atraso além do limite razoável como causador do dano ao titular.[43]

4. Ajuste de Prazo de Patentes.

A crescente preocupação com os efeitos econômicos e concorrenciais decorrentes da excessiva duração do procedimento administrativo de concessão de patentes levou diversos ordenamentos jurídicos a desenvolver mecanismos destinados a preservar a efetividade temporal da exclusividade patentária (5.1). A análise comparada demonstra que a adoção desses mecanismos decorre tanto de trajetórias legislativas internas quanto de pressões econômicas e regulatórias internacionais, produzindo diferentes desenhos institucionais entre Estados Unidos, China, Coreia do Sul, Singapura, Brunei e países latino-americanos (5.2). Tais sistemas variam quanto aos gatilhos temporais de incidência, critérios de cálculo, tratamento de atrasos imputáveis ao requerente e procedimentos de reconhecimento do ajuste (5.3.1), bem como em relação às particularidades envolvendo pedidos internacionais, divisionais e hipóteses de extensão reflexa vinculadas a decisões estrangeiras (5.3.2). Por fim, a distinção entre atrasos justificáveis e atrasos atribuíveis ao depositante revela-se elemento

---

de Apelação do Circuito Federal. Apelação Nº. 2024-2009 2024-2019 2024-2156. ESTADOS UNIDOS. Corte de Apelação do Circuito Federal. Apelação Nº. 2024-2009 2024-2019 2024-2156. Regeneron Pharmaceuticals Inc. v. Mylan Pharmaceuticals Inc. Relator: Juiz Richard Taranto. Data de Publicação: 29/01/2025.

43 SUPORNPOKEE, Pasinee. *An analysis of patent term adjustment for adoption in Thailand*. 2019. Dissertação (Mestrado em Direito Empresarial – English Program) – Faculty of Law, Thammasat University, Bangkok, 2019.

central para a delimitação do tempo efetivamente compensável, evidenciando que o ajuste de prazo patentário opera, em última análise, como instrumento de preservação da confiança legítima, da duração razoável do processo administrativo e da própria funcionalidade econômica do sistema de patentes (5.3.3).

4.2. Mecanismos de ajuste de prazo patentário.

Existem duas formas principais de prolongar a exclusividade de uma patente: (i) por meio da *extensão/restauração regulatória por aprovação sanitária* (Patent Term Extension - PTE) e do (ii) *ajuste de prazo por atraso do escritório* (Patent Term Adjustment - PTA). O primeiro, relacionado a patentes de produtos medicinais, compensa os titulares de patentes farmacêuticas e existe em países como Estados Unidos, China, Coreia do Sul, bem como na União Europeia. É cabível em diversas situações, entre elas a compensação dos solicitantes pelos prazos alongados para aprovação e/ou para revisão utilizados pelas agências reguladoras antes que o produto possa ser comercializado.

Por seu turno, o Patent Term Adjustment (PTA) é um mecanismo alternativo que estende o prazo da patente devido a atrasos na emissão pelo escritório de patentes. Ou seja, a extensão de prazo busca mitigar os prejuízos decorrentes de atrasos injustificados e indevidos no processo de concessão de patente. Normalmente, três hipóteses específicas de "falha" de atuação do órgão que podem ensejar a concessão do PTA: (i) quando o escritório de patentes não cumprir os prazos estabelecidos pela lei; (ii) quando o prazo de avaliação do pedido ultrapassar 3 (três) anos do depósito; e (iii) quando houver determinação de sigilo ou revisão recursal favorável por tribunal competente. O ajuste concedido por PTA não deve exceder o número real de dias em que a emissão da patente foi atrasada.

Do ponto de vista teleológico, o PTA protege a confiabilidade procedimental do sistema de patentes, bem como a duração razoável do processo administrativo e a previsibilidade do termo. O PTE/SPC,

por sua vez, protege a efetividade econômica da exclusividade em setores regulados para evitar que a janela de exploração seja consumida antes da entrada no mercado. Por isso, o PTA tende a ser universal (aplicável a múltiplas áreas tecnológicas) e automático ou parametrizado por lei/regulamento, ao passo que PTE/SPC é circunscrito (fármacos e fitossanitários), mediante requerimento e usualmente subordinado a condições e tetos.[44]

Para os fins deste trabalho, foca-se especificamente no PTA como forma de reparação pela violação do prazo razoável administrativo por parte dos escritórios centrais de propriedade industrial. Busca-se a análise comparativa de PTA no maior número possível de jurisdições estrangeiras, dividindo-as em seis centros ou blocos regulatórios — Estados Unidos,[45] China,[46] Coreia do Sul,[47] Singapura,[48] Brunei[49] e países latino-americanos (México, Honduras, Chile, Guate-

---

44 SUPORNPOKEE, Pasinee. *An analysis of patent term adjustment for adoption in Thailand*. 2019. Dissertação (Mestrado em Direito Empresarial – English Program) – Faculty of Law, Thammasat University, Bangkok, 2019.

45 RAM, Khushi; RAJAN, Rajani; CHINTADA, Krishna Rao; ARIGE, Ashok; CHAKKA, Ramesh. An insight on the patent term adjustment provisions in various countries. *International Journal of Intellectual Property Rights*, v. 9, n. 1, p. 1–11, jan./jun. 2018; ASHBROOK, Robert. *Patent Term and Patent Term Adjustment*. Philadelphia: Dechert LLP, 9 maio 2014; SUPORNPOKEE, Pasinee. *An analysis of patent term adjustment for adoption in Thailand*. 2019. Dissertação (Mestrado em Direito Empresarial – English Program) – Faculty of Law, Thammasat University, Bangkok, 2019.

46 CHEUNG, Audrey; WANG, Yolanda**.** ÂúËÄÂúÈyÖ®ÊÂ&ºÇ3ÌÀûÈÆÚÏ213¥ (PTA) §"x. Hong Kong: Eagle IP Ltd, 2020. Disponível em: https://www.eipgroup.asia. Acesso em: 29 set. 2025.

47 SUH, Kye Won. A Study on the Calculation Standard for Extension of Patent Terms relating to Pharmaceuticals = Uiyakpum teukheogwon jonsokgigan-ui yeonjanggigan sanjeonggijun-e gwanhan yeongu. *Gacheon Beophak* (*Gacheon Law Review*), Gacheon Daehakgyo Beophak Yeonguso, v. 10, n. 2, p. 99-134, jan. 2017. CHU, Jang Hee. Deungnok jiyeon-e ttareun teukheogwon-ui jonsokgigan-ui yeonjang (Teukheobeop je 92-jo-ui 2). *Vacuum Magazine*, Jingong Hakhoe, v. 50, n. 9, p. 50-55, set. 2016.

48 SUPORNPOKEE, Pasinee. *An analysis of patent term adjustment for adoption in Thailand*. 2019. Dissertação (Mestrado em Direito Empresarial – English Program) – Faculty of Law, Thammasat University, Bangkok, 2019.

49 Buscou-se o maior número de jurisdições asiáticas possível. Nesses termos, é possível afir-

mala, Nicarágua, Colômbia, Peru, Costa Rica e El Salvador)[50] com mecanismos de ajuste, com especial destaque aos dois primeiros. No entanto, é importante elencar breves considerações iniciais.

Primeiro, não há PTA no sistema de patentes europeu.[51] O único mecanismo de extensão do prazo de patente é previsto no corpo iuris da União Europeia: o Certificado Complementar de Proteção (Supplementary Protection Certificate — SPC), semelhante ao PTE. O SPC é cabível para extensão de patentes de produtos medicinais e compensa os titulares de patentes farmacêuticas pelo tempo despendido com longos e onerosos testes obrigatórios e ensaios clínicos que tais produtos exigem antes de obter a aprovação regulamentar.[52]

Segundo, não há PTA nos sistemas regionais de propriedade industrial do continente africano. O mesmo ocorre no âmbito da ARIPO[53], da OAPI e[54] da maioria dos países do continente. Embora exis-

---

mar que os seguintes países não possuem quaisquer mecanismos de ajustes de prazos de patentes: (i) Tailândia; (ii) Japão; (iii) Camboja; (iv) Indonésia; (v) Laos; (vi) Malásia; (vi) Mianmar; (vii) Filipinas; (viii) Tailândia; (xix) Vietnã.

50 Vale ressaltar que os seguintes países não possuem mecanismos de ajustes de prazos de patentes: Países que não possuem PTA: (i) Argentina; (ii) Bolívia; (iii) República Dominicana; (iv) Equador; (v) Panamá; (vi) Paraguai; (vii) Uruguai; (viii) Venezuela.

51 Para os fins deste trabalho, o objeto do estudo não será propriamente o sistema de patentes europeu, mas o sistema dos países signatários da *European Patent Convention* (EPC). Ver: PATERSON, Gerald. The European Patent System: the law and practice of the European Patent Convention, 2. ed. Londres: Sweet & Maxwell, 2001;

52 Atualmente, o Regulamento (CE) 469/2009 do Parlamento Europeu e do Conselho, relativo ao certificado complementar de proteção para os medicamentos, é a principal norma sobre o assunto. Quanto ao tempo de extensão, o art. 13 (2)(3) do Regulamento fixa que o período de validade do certificado, de modo geral, não pode exceder 5 (cinco) anos a contar da data em que produzir efeitos. Disponível em: https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:152:0001:0010:pt:PDF.A. Acesso em: 29 set. 2025.

53 ARIPO. *Harare Protocol on Patents and Industrial Designs*. Harare: ARIPO Secretariat, 2023. Disponível em: https://www.aripo.org/storage/resources-protocols/1675437439_Harare-Protocol-on-Patents-and-Industrial-Designs-2023.pdf

54 OAPI. *Bangui Agreement (Annex I) – Patents (versão em inglês)*. Paris / Tóquio: JPO, [s.d.]. Disponível em: https://www.jpo.go.jp/e/system/laws/gaikoku/document/index/oapi-e_bangui_kyoutei.pdf.

tam mecanismos de extensão de prazos de patentes semelhantes ao PTE em países como a Etiópia, Gâmbia, Lesotho, Líbia, Madagascar, Malawi, Marrocos;[55] apenas na Tanzânia há uma forma de PTA, mais especificamente na região semiautônoma de Zanzibar,[56] mas não foram encontradas maiores informações.

A relevância de destacar os sistemas dos Estados Unidos e da China se justifica por dois principais motivos. Não somente o instituto surge na legislação norte-americana, mas os Estados Unidos possuem uma vasta jurisprudência e maturidade sobre a matéria de propriedade industrial, formada por precedentes dos tribunais federais ao longo de mais de 200 anos.[57]

Por seu turno, a escolha da china se justifica por dois principais motivos. Primeiro, a influência civilista no direito chinês,[58] o que significa que a jurisdição opera sob matrizes jurídico-filosóficas próximas às brasileiras. Segundo, a China é, atualmente, um dos "laboratórios"[59] mais relevantes do mundo para propriedade industrial, uma

---

55 Única forma de extensão de prazo semelhante ao SPC. Os demais países tendem a ser mais flexíveis em conceder ampliação do prazo de patente.

56 Cf. https://www.adams.africa/wp-content/uploads/2022/09/Africa-Map-2022_PATENTS.pdf. Acesso em: 01 ago. 2024.

57 BEAUCHAMP, Cristopher. The First Patent Litigation Explosion. *The Yale Law Journal*, New Haven, v. 125, n. 4, p. 848-944, fev. 2016.

58 HUANG, Jie; ZHANG, Wenliang. Forum Non Conveniens in China: From Judicial Practice to Law. *The Chinese Journal of Comparative Law*, v. 11, n. 3, 2023; ZHANG, Mo. *Chinese Civil Law: Theory and Practice*. Leiden: Brill, 2006; PISSLER, Knut Benjamin. *Chinese Civil Law*. München: C. H. Beck; Nomos, 2021; MATHESON, John H. *Convergence, Culture and Contract Law in China*. Minnesota Journal of International Law, v. 15, 2006; Apesar do esquema jurídico da República Popular da China possuir influência da combinação da cultura tradicional chinesa e do modelo soviético, há características da família do direito civil. Cf.: XIN, Chunying. *Chinese legal system & current legal reform*. Beijing: Law Press, 1999; HSU, C. Stephen. *Understanding China's legal system*. New York: New York University Press, 2003; CHEN, J. *Chinese law*: towards an understanding of Chinese law, its nature and development. Hague: Kluwer Law International, 1999.

59 A título de exemplo, a WIPO mostra que a China é a principal origem de pedidos PCT (69.610 em 2023) e motor do crescimento desde 2013, o que reforça a centralidade empírica

vez que possui um desenvolvimento extremamente recente[60] e bem sucedido, tornando-se uma das jurisdições mais relevantes do mundo em litigância patentária.[61] Em 2020, a reforma chinesa introduziu um PTA de desenho claro, com fórmula oficial ("4+3" menos atrasos justificáveis e do requerente), procedimento padronizado (pedido em 3 meses), regras específicas para PCT e divisionais, e aplicação já visível em decisões administrativas. Comparar com a China permite extrair lições que o modelo norte-americano não entrega sozinho.

Por fim, a análise complementar de Coreia do Sul, Singapura, Brunei, México, Honduras, Chile, Guatemala, Nicarágua, Colômbia, Peru, Costa Rica e El Salvador tem o objetivo de fornecer uma abordagem mais plural, reunindo sistemas que, embora diversos em termos de desenvolvimento econômico, inserção internacional e tradição jurídica, compartilham o desafio comum de compatibilizar a proteção da propriedade industrial com a garantia de prazos razoáveis e a promoção da concorrência. Essa diversidade contextual permite enriquecer o estudo comparado, evidenciando como diferentes arranjos institucionais e regulatórios enfrentam, de forma própria, a tensão entre exclusividade, acesso ao mercado e bem comum.

5.2. Macrocomparação.

Este capítulo sintetiza, em chave temática, dois vetores que moldam os regimes de ajuste de prazo de patentes em diferentes cen-

---

para estudar ajustes de prazo. Disponível em: https://www.wipo.int/edocs/pubdocs/en/wipo-pub-901-2024-en-patent-cooperation-treaty-yearly-review-2024.pdf. Acesso em: 30 set. 2025.

60 ALFORD, William P. *To steal a book is an elegant offense*: intellectual property law in Chinese civilization. Stanford: Stanford University Press, 1995.

61 YU, Peter K. *From pirates to partners: protecting intellectual property in China in the twenty-first century*. Washington, D.C.: American University Law Review, v. 50, n. 1, p. 131–243, 2000. Disponível em: https://digitalcommons.wcl.american.edu/aulr/vol50/iss1/3/. Acesso em: 09 mai. 2026; FENG, Ling; YU, Xiang. The fourth amendment of Chinese patent law and discussion on its practical effects. *European Review*, v. 31, n. 2, 2022.

tros regulatórios: as trajetórias regulatórias de adoção dos mecanismos de ajuste (5.2.1.); e a relação entre capacidade administrativa, backlog e duração do exame patentário nos escritórios nacionais de propriedade industrial (5.2.2.).

5.2.1. As trajetórias regulatórias de adoção dos mecanismos de ajuste.

O PTA surge Nos Estados Unidos, a promulgação do American Inventors Protection Act (AIPA) em 1999 consolidou a maioria das regras atuais de ajuste do prazo de patente (Patent Term Adjustment – PTA). Desde então, tanto o Congresso quanto os tribunais têm introduzido novos ajustes ao sistema. O PTA, aplicável a patentes depositadas a partir de 29 de maio de 2000, surgiu como mecanismo de compensação às demoras no exame. Como o prazo de 20 anos, contado do depósito, poderia resultar em perda substancial de vigência útil em razão de atrasos administrativos, o sistema de ajustes busca prorrogar a duração da patente em situações em que o processo de concessão se prolonga além do razoável.[62]

O PTA surge no direito norte-americano como um mecanismo específico de compensação ao titular da patente pelos atrasos injustificados na análise de seu pedido junto ao Escritório de Patentes e Marcas dos Estados Unidos (USPTO).[63] Esses atrasos, quando superiores aos prazos legais, reduzem de fato o tempo de exploração exclusiva assegurado pelo direito de patente, ainda que o prazo nominal se mantenha de vinte anos a contar do depósito. Diante desse problema, o Congresso norte-americano instituiu o PTA como uma resposta normativa automática, prolongando o prazo da patente na mesma medida em que houve demora administrativa não atribuível ao depositante.

---

62 ASHBROOK, Robert. *Patent Term and Patent Term Adjustment.* Philadelphia: Dechert LLP, 9 maio 2014

63 *Ibidem.*

A questão central é saber se o PTA pode ser enquadrado como uma forma de reparação decorrente da responsabilidade civil do Estado.[64] Em primeiro lugar, convém notar que os Estados Unidos já dispõem de um regime geral de responsabilidade estatal, previsto no Federal Tort Claims Act (FTCA), que permite ações de indenização contra o governo federal por danos causados por atos ou omissões de seus agentes no exercício de suas funções. Nesse regime, o Estado pode ser responsabilizado, mas há limitações importantes, como a exclusão dos atos praticados no exercício legítimo de discricionariedade administrativa. Em tese, atrasos no processamento de patentes poderiam ser considerados omissões administrativas indenizáveis.[65]

É justamente nesse ponto que se compreende a função do PTA. Em vez de remeter o titular ao contencioso judicial para pleitear uma indenização, o sistema norte-americano optou por um instrumento de compensação *ex ante*, incorporado à própria lei de patentes. O PTA não pressupõe culpa, dolo ou até mesmo ilicitude administrativa, mas a constatação objetiva de atraso além do limite razoável. Ao titular não é exigido comprovar prejuízo econômico, bastando demonstrar que houve demora na concessão de seu pedido.[66] Logo, o modelo norte-americano revela, assim, concepção fortemente patrimonial da proteção patentária, na qual a perda de exclusividade decorrente da ineficiência administrativa é tratada como dano economicamente compensável.

Dito de outro modo, o PTA norte-americano funciona como um substituto funcional da responsabilidade civil do Estado, concebido para reparar de modo simplificado e automático o dano que seria decorrente do atraso administrativo. Trata-se de uma forma peculiar

---

64 SUPORNPOKEE, Pasinee. *An analysis of patent term adjustment for adoption in Thailand.* 2019. Dissertação (Mestrado em Direito Empresarial – English Program) – Faculty of Law, Thammasat University, Bangkok, 2019.

65 *Ibidem.*

66 *Ibidem.*

de reparação, deslocada do regime clássico de responsabilidade civil e internalizada no próprio direito de patentes. Assim, embora o PTA não seja tecnicamente uma indenização em dinheiro paga pelo Estado, ele cumpre função análoga: corrigir o desequilíbrio causado pela ineficiência administrativa e assegurar que o titular não seja prejudicado no tempo de gozo de seu direito exclusivo.

Diferentemente do modelo norte-americano — estruturado a partir de forte tradição contenciosa e de proteção patrimonial do titular —, a experiência chinesa revela adoção mais recente e administrativamente centralizada do ajuste de prazo, vinculada não apenas à proteção da confiança do depositante, mas também à estratégia estatal de fortalecimento da competitividade tecnológica nacional. O sistema atual de patentes na China é relativamente recente, instituído em 1984 com a promulgação da primeira Lei de Patentes.[67] Inspirada em modelos europeus e norte-americanos, essa lei buscava alinhar a proteção intelectual ao projeto de modernização e abertura econômica do país. Naquele momento, o foco principal era conceder prazos de proteção uniformes — 15 anos para patentes de invenção, posteriormente estendidos para 20 anos a partir da data do depósito, em conformidade com o Acordo TRIPS.[68]

Até o início dos anos 2000, a legislação chinesa não previa mecanismos equivalentes ao Patent Term Adjustment (PTA) norte-americano, que corrige a perda de vigência da patente em razão de atrasos administrativos no exame. Na prática, longos períodos de análise no Escritório Estatal de Propriedade Intelectual (SIPO, hoje

---

67 YU, Peter K. *From pirates to partners: protecting intellectual property in China in the twenty-first century*. Washington, D.C.: *American University Law Review*, Washington, v. 50, n. 1, p. 131–243, 2000. Disponível em: https://digitalcommons.wcl.american.edu/aulr/vol50/iss1/3/. Acesso em: 09/05/2026.

68 FENG, Ling; YU, Xiang. The fourth amendment of Chinese patent law and discussion on its practical effects. *European Review*, v. 31, n. 2, 2022.; YU, Peter K. *From pirates to partners: protecting intellectual property in China in the twenty-first century*. Washington, D.C.: American University Law Review, v. 50, n. 1, p. 131–243, 2000. Disponível em: https://digitalcommons.wcl.american.edu/aulr/vol50/iss1/3/. Acesso em: 09/05/2026.

CNIPA) reduziam o tempo efetivo de exclusividade, sem contrapartidas aos titulares.[69] A ausência de instrumentos de extensão do prazo de patentes tornou-se um ponto de tensão em negociações comerciais internacionais. Parceiros como os Estados Unidos e a União Europeia pressionavam a China a adotar regras que assegurassem maior previsibilidade e compensação por atrasos burocráticos, sobretudo em setores de alta intensidade tecnológica, como farmacêutico e biotecnológico.[70]

A proteção da propriedade intelectual deixou gradualmente de ser percebida apenas como condição para participar do comércio internacional e passou a ser mobilizada como instrumento de política industrial, fortalecimento empresarial e projeção internacional. Ao mesmo tempo, o fortalecimento da proteção da propriedade industrial na China estimulou a inovação doméstica e os investimentos em pesquisa e desenvolvimento entre 2007 e 2019.[71] É nesse contexto que a Quarta Emenda à Lei de Patentes da China é aprovada em 2020 e em vigor desde 1º de junho de 2021,[72] prevendo a possibilidade de ajuste no prazo de patentes em razão ao atraso no processo de exame do CNIPA.

---

69 LI, Yahong (ed.). *Balance and limitation of intellectual property protection in China*. Singapore: Springer, 2022.

70 YU, Peter K. Two Decades of TRIPS in China. *In*: GAO, Henry; RAESS, Damian; ZENG, Ka (ed.). *China and the WTO: a twenty-year assessment*. Cambridge: Cambridge University Press, 2023. p. 89-108. Disponível em: https://www.cambridge.org/core/books/china-and-the-wto/two-decades-of-trips-in-china/29123D5631FA3B3677C798F2D83212C1. Acesso em: 31 maio 2026; AL-KALOUTI, J.; KUMAR, V.; KUMAR, N.; GARZA-REYES, J. A.; UPADHYAY, A.; ZWIEGELAAR, J. B. Investigating innovation capability and organizational performance in service firms. *Strategic Change*, Hoboken, v. 29, n. 1, p. 103–113, 2020. Disponível em: https://doi.org/10.1002/jsc.2314. Acesso em: 31 maio 2026.

71 LI, X.; WANG, J.; ZHOU, L. Intellectual property protection, R&D and FDI: Regional dynamics in China. *Journal of the Knowledge Economy*, v. 15, n. 2, 2024. DOI: 10.1007/s13132-024-02133-2. Disponível em: https://link.springer.com/article/10.1007/s13132-024-02133-2. Acesso em: 15 jun. 2026.

72 LI, Yahong (ed.). *Balance and limitation of intellectual property protection in China*. Singapore: Springer, 2022.

Na maior parte dos países da América Latina, a difusão dos mecanismos de extensão ou ajuste do prazo patentário foi fortemente impulsionada por acordos de livre-comércio celebrados com os Estados Unidos, especialmente o DR-CAFTA e os tratados bilaterais de comércio (TLCs). Em linhas gerais, os modelos adotados reproduzem estruturas normativas inspiradas no padrão norte-americano, sobretudo mediante a fixação de gatilhos temporais padronizados — como os marcos de "cinco anos do depósito" e "três anos do requerimento de exame" — e a previsão de dedução dos períodos de atraso imputáveis ao próprio titular da patente.[73]

Essa recepção normativa, contudo, não ocorreu de maneira uniforme. Embora os países da região tenham incorporado a lógica básica de compensação por demora administrativa, cada ordenamento preservou margens relevantes de conformação doméstica, produzindo um cenário de significativa hibridização regulatória. As divergências manifestam-se, por exemplo, nos limites máximos de extensão admitidos — como os 18 meses previstos na Costa Rica, os 550 dias em El Salvador e os cinco anos admitidos no México —, nas metodologias de cálculo do ajuste — razão 1:1 na Colômbia e 1:2 no Peru e no México — e no próprio escopo material do instituto. Em alguns países, como a Colômbia, determinados setores, especialmente o farmacêutico, permanecem excluídos do regime de extensão; em outros, como a Guatemala, admite-se expressamente a consideração de atrasos regulatórios relacionados à aprovação sanitária. Observa-se, assim, que a harmonização promovida pelos acordos comerciais internacionais produziu convergência formal dos modelos latino-americanos de ajuste de prazo patentário, sem eliminar, contudo, diferenças institucionais relevantes associadas às prioridades regulatórias domésticas, às capacidades administrativas locais e ao grau de sensibilidade concorrencial de cada ordenamento.[74]

---

73 RAM, Khushi; RAJAN, Rajani; CHINTADA, Krishna Rao; ARIGE, Ashok; CHAKKA, Ramesh. An insight on the patent term adjustment provisions in various countries. *International Journal of Intellectual Property Rights*, v. 9, n. 1, p. 1–11, jan./jun. 2018.

74 RAM, Khushi; RAJAN, Rajani; CHINTADA, Krishna Rao; ARIGE, Ashok; CHAKKA, Ramesh.

Em termos institucionais, a adoção por pressão externa convive com capacidades administrativas assimétricas e com prioridades de acesso a medicamentos, o que produz aplicação prática heterogênea: em alguns ordenamentos, o instituto cumpre função sobretudo simbólica (alinhamento a compromissos internacionais); em outros, passa a integrar a estratégia contenciosa de titulares em setores regulados. O resultado é um mosaico: regras formalmente convergentes, mas performances distintas, conforme a densidade inovativa doméstica e o grau de litigiosidade.

5.2.2. A relação entre capacidade administrativa, backlog e duração do exame patentário nos escritórios nacionais de Propriedade Industrial.

A experiência comparada demonstra que os mecanismos de ajuste de prazo patentário surgem, em grande medida, como respostas institucionais à incapacidade dos escritórios nacionais de propriedade industrial de assegurar duração razoável ao procedimento de exame. Trata-se, igualmente, de fenômeno diretamente relacionado à *capacidade administrativa* dos escritórios nacionais de propriedade industrial e à *crescente dificuldade estrutural* desses órgãos em administrar volumes exponenciais de depósitos patentários dentro de parâmetros temporalmente razoáveis.

Em outras palavras, o PTA tende a surgir precisamente em sistemas marcados por elevado número de pedidos, backlog persistente, aumento da complexidade tecnológica e pressão econômica por previsibilidade regulatória. A recomposição temporal da patente passa, assim, a operar como mecanismo institucional destinado a neutralizar os efeitos econômicos produzidos pelo déficit de capacidade administrativa do Estado.

An insight on the patent term adjustment provisions in various countries. *International Journal of Intellectual Property Rights*, v. 9, n. 1, p. 1–11, jan./jun. 2018.

A China, atualmente o maior sistema patentário do mundo, recebeu aproximadamente 1,68 milhão de pedidos de patente em 2023, consolidando o CNIPA como o escritório com maior volume global de depósitos.[75] Nos Estados Unidos, o backlog patentário historicamente atingiu patamares superiores a 700 mil pedidos pendentes de exame em determinados períodos, transformando a demora administrativa em problema estrutural. O próprio surgimento do PTA no *American Inventors Protection Act* (AIPA), de 1999, decorreu da percepção de que a morosidade estatal reduzia substancialmente a vigência útil das patentes concedidas.[76]

Os relatórios estatísticos do IP5 demonstram que a pressão sobre os escritórios de propriedade industrial permanece fenômeno global, ainda que com intensidades distintas. Segundo o IP5 Statistics Report, a pendência média no USPTO corresponde a aproximadamente 26,1 meses, enquanto o CNIPA apresenta média de 15,5 meses. Esses dados evidenciam que *mesmo os sistemas mais estruturados do mundo convivem com dificuldades relacionadas à duração do exame patentário*, especialmente diante do aumento da densidade tecnológica e do crescimento contínuo dos depósitos internacionais.[77]

A relevância desses números reside precisamente no fato de que os Estados Unidos e a China *não representam sistemas periféricos ou institucionalmente precários*. Ao contrário, trata-se dos dois maiores escritórios de propriedade industrial do planeta, dotados de elevada capacidade técnica, digitalização avançada, milhares de exami-

---

75 WORLD INTELLECTUAL PROPERTY ORGANIZATION (WIPO). *World Intellectual Property Indicators 2024*. Geneva: WIPO, 2024. Disponível em: https://www.wipo.int/web-publications/world-intellectual-property-indicators-2024-highlights/en/patents-highlights.html. Acesso em: 13 mai. 2026.

76 UNITED STATES PATENT AND TRADEMARK OFFICE (USPTO). *Patent Pendency and Backlog Statistics*. Alexandria: USPTO, 2025. Disponível em: https://www.uspto.gov/dashboard/patents/. Acesso em: 13 mai. 2026.

77 IP5 OFFICES. *IP5 Statistics Report 2023 Edition*. Munich: European Patent Office, 2024. Disponível em: https://link.epo.org/ip5_2023_Stats_Final_pdf. Acesso em: 13 maio 2026.

nadores especializados e contínuos investimentos em modernização administrativa. Ainda assim, ambos permanecem incapazes de eliminar integralmente a pendência administrativa.

Isso demonstra que o backlog patentário não decorre exclusivamente de falhas conjunturais de gestão, insuficiência pontual de pessoal ou ineficiência administrativa transitória, mas constitui característica inerente ao próprio funcionamento contemporâneo do sistema patentário global. Destarte, a questão deixa de ser apenas procedimental e passa a assumir dimensão constitucional, econômica e concorrencial: quando o Estado não consegue assegurar duração razoável ao procedimento administrativo de concessão de patentes, reduz-se concretamente o período útil de exploração exclusiva assegurado ao titular, comprometendo a própria funcionalidade econômica do sistema patentário.

Esse cenário possui especial relevância para o caso brasileiro. O histórico do INPI foi marcado, durante décadas, por severa incapacidade estrutural de processamento dos pedidos de patente, resultando em backlog massivo e demora média que, em determinados setores tecnológicos — especialmente farmacêutico e biotecnológico —, ultrapassava dez anos entre o depósito e a concessão.[78] O chamado Plano de Combate ao Backlog, implementado a partir de 2019, surgiu precisamente como resposta institucional à incapacidade administrativa acumulada do órgão e à crescente pressão econômica e concorrencial decorrente da demora excessiva na análise dos pedidos.[79]

O PTA surge, assim, como técnica voltada não apenas à tutela da inovação, mas também à neutralização parcial dos efeitos lesivos produzidos pela mora administrativa estrutural. Em última análise, os mecanismos de ajuste de prazo patentário revelam que backlog, insu-

---

78 INSTITUTO NACIONAL DA PROPRIEDADE INDUSTRIAL (INPI). *Plano de Combate ao Backlog de Patentes*. Rio de Janeiro: INPI, 2019. Disponível em: https://www.gov.br/inpi/pt-br/servicos/patentes/plano-de-combate-ao-backlog. Acesso em: 13 mai. 2026.

79 *Ibidem*.

ficiência de examinadores, crescimento exponencial dos depósitos e incapacidade estatal de assegurar duração razoável do processo constituem variáveis centrais para compreender a evolução contemporânea do direito de patentes e o fortalecimento de modelos de compensação temporal da exclusividade.

4.3. Microcomparação: Finalidade e desenho institucional.

Os mecanismos de ajuste de prazo patentário surgem como resposta à necessidade de preservar a efetividade econômica do direito de patente diante de atrasos excessivos imputáveis aos escritórios nacionais de propriedade industrial. Diferentes ordenamentos passaram a adotar sistemas de compensação temporal baseados em gatilhos objetivos de mora administrativa, combinando critérios de cálculo, deduções relacionadas à conduta do requerente e mecanismos procedimentais específicos para reconhecimento da extensão do prazo patentário (5.3.1). A operacionalização desses regimes revela importantes particularidades técnicas, especialmente no tratamento de pedidos internacionais via PCT, pedidos divisionais e hipóteses de extensão reflexa vinculadas a decisões estrangeiras (5.3.2), bem como na distinção entre atrasos justificáveis e atrasos imputáveis ao próprio depositante, fator determinante para a quantificação do ajuste (5.1.3).

4.3.1 Gatilhos funcionais para o ajuste.

Os gatilhos temporais que acionam mecanismos de recomposição do termo patentário organizam-se, comparativamente, em dois arquétipos: (i) o modelo "4+3", que exige o transcurso de *quatro anos* desde o depósito e *três anos* desde o requerimento de exame; e (ii) o modelo "5+3", que opera, em regra, quando a concessão supera *cinco anos do depósito* ou *três anos do exame*. Esses marcos funcionam sobre dois eixos: um voltado à pendência total do pedido (de-

pósito/entrada nacional) e outro à inércia decisória após a provocação do órgão (requerimento de exame), prevalecendo, quando coexistem, a data mais tardia; em qualquer caso, descontam-se períodos imputáveis ao requerente e, em certos regimes, atrasos "justificáveis" do próprio escritório.

Nesse enquadramento, os Estados Unidos adotam um PTA calculado *ex officio* em três componentes (A, B e C). O chamado atraso A decorre do descumprimento, pelo USPTO, de prazos intermediários ("14-4-4-4"): (i) emissão da primeira ação de exame em até 14 meses do depósito ou da entrada em fase nacional; (ii) resposta a petições ou manifestações do requerente em até 4 meses; (iii) prática de ato em até 4 meses após decisões do PTAB ou de tribunais; e (iv) expedição em até 4 meses após o pagamento da taxa de concessão.[80] O atraso B funciona como "*backstop*" global de três anos: se entre o depósito/entrada e a emissão transcorrer período superior a *três anos*, o excedente compõe o B. Já o atraso C cobre procedimentos especiais que retardam a outorga, notadamente ordens de sigilo, interferências/derivation e recursos administrativos ou judiciais cujo desfecho favorável conduza à concessão. [81]

No ordenamento chinês,[82] o ajuste de prazo é apurado por fórmula expressa nas Diretrizes de Exame de 2023 e nas Regras de Implementação, a qual traduz a lógica de um "corte objetivo" seguido de deduções: o período compensável corresponde ao intervalo entre a data de publicação da concessão e o marco temporal mais tardio entre "*quatro anos* do depósito do pedido de invenção" e "*três anos*

---

80 RAM, Khushi; RAJAN, Rajani; CHINTADA, Krishna Rao; ARIGE, Ashok; CHAKKA, Ramesh. An insight on the patent term adjustment provisions in various countries. *International Journal of Intellectual Property Rights*, v. 9, n. 1, p. 1–11, jan./jun. 2018; ASHBROOK, Robert. *Patent Term and Patent Term Adjustment*. Philadelphia: Dechert LLP, 9 maio 2014.

81 *Ibidem*.

82 Na China, o PTA é previsto no Art. 42 da Lei de Patentes da República Popular da China (Emenda de 2020). Disponível em: https://www.cnipa.gov.cn/art/2020/11/23/art_97_155167.html. Acesso: 29 set. 2025.

do pedido de exame substantivo", subtraídos, em seguida, os dias de atraso justificável e os dias de atraso imputáveis ao requerente, como pedidos de prorrogação, respostas intempestivas a exigências formais ou requerimentos que retardem a marcha processual. A técnica de subtração segue o princípio de evitar dupla contagem quando houver sobreposição de períodos, e o resultado nunca pode ser negativo. [83]

A métrica apresenta ainda particularidades de contagem que afetam o ponto de partida dos "quatro anos": nos pedidos PCT, o cômputo tem início na entrada em fase nacional na China, o que eleva a dificuldade de alcançar o gatilho; nos divisionais, considera-se a data de depósito do próprio divisional, criando a possibilidade de termos desiguais entre pedido-mãe e filhos. Há, ademais, restrições materiais: na hipótese de "dupla via no mesmo dia" (invenção e modelo de utilidade), a concessão da patente de invenção mediante renúncia ao modelo previamente obtido não enseja PTA. [84]

Diferentemente do modelo norte-americano, o ajuste chinês não é automático: o titular deve requerê-lo no prazo peremptório de três meses contados da publicação da concessão, com o recolhimento da taxa correspondente; a decisão é registrada e publicada.[85] Embora caiba revisão administrativa em caso de indeferimento, não há via específica para rediscutir, de forma autônoma, o detalhe do número de dias apurado.

Do mesmo modo, a experiência sul-coreana privilegia previsibilidade administrativa e simplificação procedimental, reduzindo espaços de controvérsia judicial acerca do cálculo do ajuste. O PTA tem natureza estritamente aritmética: contam-se os dias de pendência além do marco temporal mais tardio entre quatro anos do depósito (ou da entrada nacional, no caso de PCT, e da data efetiva do divisio-

---

83 CHEUNG, Audrey; WANG, Yolanda**.** ÂúËÄÂúÈyÖ®ÊÂ£ºÇ3ÌÀûÈÆÚÏ213¥ (PTA) §"x. Hong Kong: Eagle IP Ltd, 2020. Disponível em: https://www.eipgroup.asia. Acesso em: 29 set. 2025.

84 *Ibidem.*

85 *Ibidem.*

nal) e três anos do pedido de exame, até a data de registro, deduzindo-se integralmente os períodos imputáveis ao requerente. Não há teto numérico próprio para o PTA.[86]

Em Singapura e em Brunei vigora um desenho híbrido, combinando ajustes por mora administrativa (traço de PTA) com hipóteses setoriais típicas de PTE. Em ambos, há gatilhos objetivos de atraso: (i) período superior a quatro anos entre o depósito e a concessão; e/ou (ii) mais de dois anos entre determinados requerimentos de busca/exame e a concessão, sempre com dedução integral do tempo imputável ao requerente. Singapura impõe limites procedimentais e materiais claros: a extensão depende de requerimento do titular em até seis meses da concessão e não pode exceder cinco anos.

Na América Latina, predominam fórmulas proporcionais simples e caps normativos. A Colômbia[87] adota razão 1:1 (cada dia de atraso administrativo gera um dia de extensão), ao passo que Peru e México aplicam 1:2 (um dia de extensão a cada dois dias de mora injustificada). Os tetos variam: Costa Rica[88] limita a 18 meses; El Salvador,[89] a 550 dias; o México,[90] a 5 anos, por meio de "certificados complementares". Esses modelos geralmente operam sobre gatilhos "5 anos do depósito/3 anos do exame" e, tal como nos sistemas asiáticos, excluem atrasos imputáveis ao titular.

---

86 RAM, Khushi; RAJAN, Rajani; CHINTADA, Krishna Rao; ARIGE, Ashok; CHAKKA, Ramesh. An insight on the patent term adjustment provisions in various countries. *International Journal of Intellectual Property Rights*, v. 9, n. 1, p. 1–11, jan./jun. 2018; SUH, Kye Won. A Study on the Calculation Standard for Extension of Patent Terms relating to Pharmaceuticals = Uiyakpum teukheogwon jonsokgigan-ui yeonjanggigan sanjeonggijun-e gwanhan yeongu. *Gacheon Beophak (Gacheon Law Review)*, Gacheon Daehakgyo Beophak Yeonguso, v. 10, n. 2, p. 99-134, jan. 2017.

87 RAM, Khushi; RAJAN, Rajani; CHINTADA, Krishna Rao; ARIGE, Ashok; CHAKKA, Ramesh. An insight on the patent term adjustment provisions in various countries. *International Journal of Intellectual Property Rights*, v. 9, n. 1, p. 1–11, jan./jun. 2018; ASHBROOK, Robert. *Patent Term and Patent Term Adjustment*. Philadelphia: Dechert LLP, 9 maio 2014.

88 *Ibidem*.

89 *Ibidem*.

90 *Ibidem*.

Em linhas gerais, os sistemas analisados organizam-se em torno de *gatilhos temporais objetivos* destinados a identificar situações em que a demora administrativa ultrapassa limites considerados razoáveis, buscando recompor, ao menos parcialmente, a perda de vigência útil da patente decorrente da mora estatal. A análise demonstra que o PTA contemporâneo constitui mecanismo regulatório sofisticado, construído mediante múltiplos filtros destinados a equilibrar proteção à inovação, previsibilidade administrativa e contenção de efeitos anticoncorrenciais.

4.3.2. Particularidades de contagem: PCT, pedidos divididos, "extensão reflexa" e interações

As regras de cálculo do ajuste de prazo podem influenciar significativamente a quantidade de dias concedidos ao titular da patente. Nos Estados Unidos, dois precedentes são especialmente relevantes. Em *Wyeth v. Kappos*,[91] a Corte decidiu que os diferentes tipos de atraso do escritório de patentes (A + B) não podem ser descontados automaticamente uns dos outros; a dedução só é permitida quando os períodos coincidem efetivamente. Na prática, essa interpretação ampliou o número de dias de PTA concedidos em diversos casos. Já em *Novartis v. Lee*,[92] a Corte definiu que o cálculo do atraso superior a três anos deve considerar a duração total do procedimento, excluindo apenas os períodos efetivamente atribuíveis ao exame continuado. Com isso, o mecanismo passou a refletir de forma mais precisa a ideia de compensar a demora excessiva da Administração, sem deixar de descontar os atrasos causados pelo próprio requerente.

---

91 ESTADOS UNIDOS. Court of Appeals for the Federal Circuit. *Wyeth v. Kappos*, 591 F.3d 1364 (Fed. Cir., 2010). Disponível em: https://law.justia.com/cases/federal/appellate-courts/F3/591/1364/. Acesso em: 29 set. 2025.

92 ESTADOS UNIDOS. Court of Appeals for the Federal Circuit. Novartis AG v. Lee. 740 F.3d 593. United States Court of Appeals for the Federal Circuit, 15 jan. 2014. Disponível em: https://casetext.com/case/novartis-ag-v-lee-2. Acesso em: 29 set. 2025

Na China,[93] dois fatos são essenciais para influenciar os dias concedidos ao titular. Primeiro, em pedidos PCT, o marco de "quatro anos" inicia na entrada nacional, e não no *international filing date*; isso "encurta" a janela útil para gerar PTA, pois parte do tempo de pendência ocorreu fora do período computável. Segundo, nos divisionais, o marco temporal se ancora no depósito do próprio divisional; com isso, uma família pode exibir termos finais distintos entre a patente-mãe e as filhas, exigindo planilhas separadas e estratégia de *timing* (por exemplo, postergar ou antecipar o depósito do divisional conforme o risco de sobreposição com o "quatro+três" e os períodos dedutíveis por atraso justificável ou do requerente).

Em Brunei, a lei positiva um mecanismo de "*extensão reflexa*": quando a patente local foi concedida com base em informações de um pedido correspondente e o escritório estrangeiro estendeu o termo da patente correspondente por atraso injustificável, o titular pode pleitear que essa prorrogação "espelhe" o efeito em Brunei. Trata-se de ponte normativa rara na região, que conecta o ajuste doméstico ao desfecho regulatório externo — útil para portfólios globais, mas dependente de (i) comprovação do atraso no país de origem e (ii) identidade suficiente entre os dossiês técnico-jurídicos.[94]

Observa-se que as particularidades de contagem do prazo ajustável são elementos centrais para a própria definição da extensão econômica da proteção patentária. A experiência comparada demonstra que pequenas escolhas procedimentais possuem impacto direto sobre o *quantum* efetivamente compensável. Tais critérios revelam opções regulatórias profundas acerca da distribuição dos custos da demora administrativa entre Estado, titulares de patente e mercado concorrencial.

---

93 CHEUNG, Audrey; WANG, Yolanda**.** ÂúËÄÂúÈyÖ®ÊÂ£ºÇ3ÌÀûÈÆÚÏ213¥ (PTA) §"x. Hong Kong: Eagle IP Ltd, 2020. Disponível em: https://www.eipgroup.asia. Acesso em: 29 set. 2025.

94 BRUNEI DARUSSALAM. *Patents Order*, 2011. Disponível em: https://www.wipo.int/wipolex/en/legislation/details/16431. Acesso em: 30 set. 2025.

4.3.3. Atrasos "justificáveis" vs. "imputáveis ao requerente"

O desenho procedimental do ajuste de prazo é tão determinante quanto os critérios materiais. Em linhas gerais, há dois modelos: (i) cálculo automático pelo próprio escritório de patentes, com possibilidade de impugnação posterior; e (ii) concessão dependente de requerimento do titular, submetida a janelas curtas e peremptórias. Nos Estados Unidos prevalece o primeiro arranjo: o USPTO apura o PTA *ex officio*, divulga um valor preliminar no *Notice of Allowance* e, depois, na própria carta-patente; eventuais equívocos são saneados por pedido administrativo de reconsideração e, persistindo o desacordo dentro do prazo legal a contar da decisão administrativa final. O "ônus" do titular, aqui, é auditar a aritmética oficial e reagir em janelas estritas — sem necessidade de provar mérito técnico além da correta qualificação de cada intervalo temporal.

China,[95] Coreia do Sul, Singapura e boa parte da América Latina[96] adotam o segundo arranjo, em que o ajuste não é automático e se extingue se não for tempestivamente requerido. Na China, o pedido deve ser protocolado em até três meses da publicação da concessão, com taxas e memorial de cálculo que discrimine o marco "4+3" e os períodos dedutíveis (atrasos justificáveis e atrasos imputáveis ao requerente); a decisão é registrada e publicada, com revisão administrativa limitada. Particularidades de contagem exigem atenção: em PCT, os "quatro anos" correm da entrada nacional; em divisionais, contam-se da própria data do divisional.

Na Coreia, o PTA deve ser requerido em até três meses da emissão; o escritório central de propriedade industrial (KPTO) deduz

---

95 YAO, Xuefang; ZHANG, Yan; ZHOU, Jin. Patent term extension for innovative drugs in China: a cohort study from 2021 to 2024. *Therapeutic Innovation & Regulatory Science*, v. 60, n. 2, p. 544–550, 2026.

96 RAM, Khushi; RAJAN, Rajani; CHINTADA, Krishna Rao; ARIGE, Ashok; CHAKKA, Ramesh. An insight on the patent term adjustment provisions in various countries. *International Journal of Intellectual Property Rights*, v. 9, n. 1, p. 1–11, jan./jun. 2018

integralmente períodos atribuíveis ao titular (respostas tardias, extensões solicitadas, pagamento fora do primeiro dia útil da taxa de registro), e a perda do prazo fulmina o direito ao ajuste. Em Singapura, a extensão depende de requerimento em até seis meses da concessão; além do "atraso do Registrador" (gatilhos de 4 anos/2 anos), há hipótese ancorada em patente correspondente que recebeu extensão no exterior, com teto de cinco anos. Nos regimes latino-americanos, a petição costuma ser exigida entre três e seis meses (contados da concessão e, em certos países, da autorização sanitária quando houver mecanismo análogo a PTE), com exemplos como Chile (seis meses da concessão ou do registro sanitário), Costa Rica (três meses; teto de 18 meses), El Salvador (janela curta; teto de 550 dias) e Peru/México (requerimento dentro do prazo legal; razões 1:2).[97]

As implicações práticas diferem sensivelmente. Onde o cálculo é automático (EUA), a gestão eficiente envolve auditoria minuciosa do PTA divulgado, documentação dos marcos processuais e prontidão para o contencioso corretivo. Onde o ajuste depende de requerimento (China/Coreia/Singapura/América Latina), a prioridade é de "compliance de prazos": controlar o "dia zero" (concessão ou sua publicação), preparar planilhas por família (separando PCT e divisionais), reunir evidências de suspensões/litígios/ordens de sigilo/pedidos de extensão e quitar taxas no ato.

Em qualquer modelo, boas práticas incluem: (i) registrar com precisão os marcos críticos (depósito, pedido de exame, entrada nacional, RCE/recursos, allowance/issue); (ii) segregar atrasos por causa jurídica; e (iii) prever estratégias de *fallback* (administrativas e judiciais) quando cabíveis. Em síntese, o procedimento define o risco: nos sistemas "a pedido", a inércia processual extingue um direito material potencialmente valioso; no sistema automático, a inércia cristaliza um cálculo oficial possivelmente desfavorável.

---

97 *Ibidem.*

5. Implicações para um modelo de PTA brasileiro.

Parte da literatura sustenta que a eventual extensão de prazo só poderia decorrer de lei formal, em respeito ao princípio da reserva legal previsto na Constituição, que determina que a "*lei assegurará*" o conteúdo da proteção patentária.[98] Por seu turno, a decisão da Quarta Turma do Superior Tribunal de Justiça (STJ) no REsp nº 2.240.025,[99] envolvendo as patentes dos medicamentos *Ozempic* e *Rybelsus*, representou marco relevante no debate brasileiro acerca da possibilidade de recomposição temporal da exclusividade patentária em razão da demora administrativa do INPI. O aspecto mais relevante da decisão reside na afirmação de que o *Poder Judiciário não possui competência para construir, casuisticamente, mecanismos de recomposição temporal da patente sem critérios legais objetivos previamente estabelecidos pelo legislador*.

Os votos dos ministros do Supremo Tribunal Federal (STF)[100] na Ação Direta de Inconstitucionalidade n. 5.529/DF indicaram que a *compensação de prazo em si não é incompatível com a Constituição*; o vício estaria no modelo adotado, marcado por indeterminação temporal e desproporcionalidade. No mesmo sentido, o STJ fortalece precisamente a tese de que eventuais mecanismos de ajuste de prazo patentário devem ser concebidos como instrumentos regulatórios estruturados legislativamente, haja vista a ministra Isabel Gallotti obser-

---

98 BEZERRA, Cynthia M. Santos; KANAREK, Marina; ABREU, Thaís Calixto de; DIEGUES, Michelle Baruhm; CASTRO, Bernardo; BRAGA, Pietra Christinne Caramalac; CÂMARA, Maria Clara; SCHNEIDER, Gustavo; RICARTE, Joyce; FEITOZA, Laura; REIS, Paloma Casanovas; JAROUCHE, Tárik; FUCCI, Paulo; KASTRUP, Gustavo; BARONE, Victor; IDO, Vitor; SALOMÃO FILHO, Calixto; GOUVÊA, Carlos Portugal. *Relatório de Pesquisa* – A Inconstitucionalidade do Artigo 40, Parágrafo Único, da Lei de Propriedade Industrial sob uma Perspectiva Comparada. São Paulo: Universidade de São Paulo – Faculdade de Direito, 2021. 64 p.

99 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça (4. Turma). Recurso Especial nº 2.240.025. Relatora: Ministra Isabel Gallotti. Julgado em 2026. Brasília, DF: Superior Tribunal de Justiça, 2026.

100 BRASIL. Supremo Tribunal Federal (STF). Ação Direta de Inconstitucionalidade n. 5.529/DF. Relator: Ministro Dias Toffoli. Brasília, DF, 12 maio 2021.

var expressamente que o ordenamento jurídico brasileiro ainda não contém disciplina normativa específica acerca de eventual ajuste proporcional do prazo patentário destinado a compensar atrasos administrativos imputáveis ao INPI. Em consequência, eventual criação de sistema semelhante ao PTA estrangeiro dependeria de deliberação legislativa própria, e não de formulação jurisprudencial *ad hoc*.[101]

Esse quadro jurisprudencial passou a dialogar, de forma mais direta, com a agenda legislativa. Entre as proposições em tramitação, o Projeto de Lei nº 5.810/2025 assume especial relevância por enfrentar precisamente a recomposição do tempo de exclusividade perdido em razão de demora administrativa. Em sua formulação originária, a proposta previa a instauração, a pedido do titular, de processo administrativo de ajuste quando comprovado atraso não imputável ao depositante, com recomposição proporcional e limite máximo de cinco anos. A tramitação posterior, contudo, conferiu ao projeto desenho substancialmente mais detalhado.[102]

Em 11 de agosto de 2026, a Relatora na Comissão de Indústria, Comércio e Serviços da Câmara dos Deputados, Deputada Adriana Ventura, apresentou parecer pela aprovação do PL nº 5.810/2025 na forma de substitutivo. A nova redação propõe a inclusão do art. 40-A na LPI e procura converter a noção aberta de demora administrativa em marcos temporalmente verificáveis: vinte e quatro meses, contados do requerimento de exame, para a primeira manifestação técnica do INPI; seis meses para manifestações subsequentes às respostas do

---

101 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça (4. Turma). Recurso Especial nº 2.240.025. Relatora: Ministra Isabel Gallotti. Julgado em 2026. Brasília, DF: Superior Tribunal de Justiça, 2026.

102 BRASIL. Câmara dos Deputados. Projeto de Lei nº 5.810, de 2025. Altera a Lei nº 9.279, de 14 de maio de 1996, para instituir mecanismo de ajuste de prazo patentário em razão de demora administrativa não imputável ao titular. Brasília, DF: Câmara dos Deputados, 2025; BRASIL. Câmara dos Deputados. Comissão de Indústria, Comércio e Serviços. Parecer e Substitutivo ao Projeto de Lei nº 5.810, de 2025. Relatora: Deputada Adriana Ventura. Apresentados em 11 ago. 2026. Brasília, DF: Câmara dos Deputados, 2026.

requerente; e sessenta meses, igualmente contados do requerimento de exame, para a decisão final.

O substitutivo aproxima-se, em diversos aspectos, dos elementos identificados na experiência comparada ao longo deste estudo. Prevê-se a concessão de um dia adicional de proteção para cada dia de atraso injustificado imputável ao INPI, com teto de cinco anos; os períodos concomitantes são computados uma única vez; e são excluídos tanto os lapsos decorrentes de condutas do depositante quanto aqueles relacionados a caso fortuito, força maior, decisão judicial, suspensão legal do procedimento ou outras circunstâncias não imputáveis ao Instituto. A recomposição não decorre, portanto, da simples duração global do procedimento, mas da identificação de parcelas específicas de tempo qualificadas normativamente como atraso estatal compensável.

Há, ainda, uma alteração institucional relevante em comparação com a redação originária. O substitutivo determina que o cálculo do ajuste seja realizado de ofício pelo INPI por ocasião da concessão da patente, assegurando ao interessado a possibilidade de requerer sua revisão. A solução desloca para a Administração o ônus inicial de identificar e quantificar a própria mora e aproxima o modelo em discussão dos sistemas em que o PTA opera como consequência administrativa previamente parametrizada, em vez de pretensão reparatória dependente de processo autônomo.

Esse desenho permite recolocar a controvérsia em termos mais precisos. A questão já não consiste apenas em saber, em abstrato, se o ordenamento brasileiro poderia admitir alguma forma de recomposição temporal após a ADI nº 5.529/DF, mas em determinar quais critérios são capazes de estruturar essa compensação de maneira objetiva, proporcional e compatível com a temporariedade da proteção patentária. Sob essa perspectiva, os gatilhos predeterminados, a imputação do atraso, as deduções, a vedação à dupla contagem e o teto material previstos no substitutivo tornam o PL nº 5.810/2025 um

objeto particularmente útil para confrontar as conclusões extraídas da microcomparação realizada nos itens anteriores.

O parecer da Relatora também enfrenta a relação entre o ajuste temporal e a tutela prevista no art. 44 da LPI. A possibilidade de indenização pela exploração ocorrida entre a publicação do pedido e a concessão não é tratada como funcionalmente equivalente à exclusividade prospectiva: enquanto a reparação depende da ocorrência e demonstração de uma infração e pode exigir posterior litigância, o ajuste procura preservar um período futuro de exclusividade. A distinção reforça a premissa de que os efeitos da demora administrativa não se esgotam em danos posteriormente conversíveis em pecúnia, podendo atingir a própria utilidade econômica do direito patentário e a previsibilidade das decisões de investimento, financiamento e licenciamento.

Na mesma linha, o Projeto de Lei Complementar nº 32/2026 também incorpora mecanismo de ajuste proporcional do prazo patentário em razão da demora administrativa, mas o faz dentro de proposta institucional mais abrangente voltada ao fortalecimento estrutural do INPI. Além da previsão de PTA proporcional e limitado temporalmente, o projeto propõe restrições ao contingenciamento orçamentário da autarquia e a criação de fundo destinado à manutenção de patentes estratégicas. Diferentemente das demais propostas, o PLP nº 32/2026 procura enfrentar simultaneamente o problema compensatório e as próprias causas estruturais da demora administrativa, vinculando a discussão sobre PTA ao déficit de capacidade institucional do escritório brasileiro de propriedade industrial.[103]

O Projeto de Lei nº 2210/2022, originário do Senado Federal, não foi inicialmente concebido como proposta voltada ao ajuste de prazo patentário. Seu objeto original relacionava-se a pedidos provi-

---

103 BRASIL. Câmara dos Deputados. Projeto de Lei Complementar nº 32, de 2026. Dispõe sobre medidas de fortalecimento institucional do Instituto Nacional da Propriedade Industrial e institui mecanismo de ajuste de prazo patentário. Brasília, DF: Câmara dos Deputados, 2026.

sórios, requisitos formais de depósito e aspectos procedimentais do exame. Todavia, a introdução da Emenda nº 4, em junho de 2025, incorporou ao texto mecanismo abrangente de PTA, reproduzindo em grande medida a lógica presente nos projetos mais recentes: ajuste proporcional à demora não imputável ao titular, necessidade de requerimento perante o INPI, limite máximo de cinco anos e prazo de sessenta dias contados da concessão para formulação do pedido. A emenda também prevê incidência sobre patentes já concedidas e ainda vigentes. Atualmente, a proposição permanece em tramitação no Senado Federal.[104]

O amadurecimento do debate legislativo, contudo, não resolve a situação das patentes atingidas pela mora sob o regime atualmente vigente. Convém, por isso, separar dois planos de análise: de lege ferenda, a definição dos critérios de um eventual PTA brasileiro, hoje já refletida em proposições legislativas concretas; e, de lege lata, a identificação das tutelas disponíveis enquanto não houver disciplina específica de ajuste de prazo na LPI.

Permanece, contudo, uma questão relevante: *qual é a tutela jurídica disponível enquanto não há disciplina legislativa específica sobre o PTA no Brasil?* A inexistência de mecanismo legal de recomposição temporal não elimina os efeitos da demora administrativa do INPI, nem afasta a possibilidade de violação ao direito fundamental à duração razoável do processo.

Nesse contexto, o artigo 27 da Lei de Introdução amplia a previsão do deferimento de compensações para processos nas esferas administrativa e controladora, áreas até então carentes de regras alinhadas ao espírito e aos princípios do direito processual civil, tornando mais clara a necessidade de reparação de eventuais danos anormais e injustos no intuito de proteger direitos fundamentais.[105]

---

104 BRASIL. Senado Federal. Emenda nº 4 ao Projeto de Lei nº 2.210, de 2022. Institui mecanismo de ajuste de prazo patentário em razão de atraso administrativo não imputável ao titular. Brasília, DF: Senado Federal, 2025.

105 SUNDFELD, Carlos Ari; VORONOFF, Alice. Art. 27 da LINDB - Quem paga pelos riscos dos

Esse espaço interpretativo é explorado pelas ações que defendem a aplicabilidade do PTA como forma de responsabilização do Estado pelos atrasos do INPI. Até setembro de 2025, haviam sido ajuizadas no Brasil mais de 70 ações judiciais buscando a aplicação da tese do *Patent Term Adjustment* (PTA), mesmo sem previsão legal expressa no ordenamento. As primeiras demandas foram promovidas pela *Johnson & Johnson* (J&J), em relação aos medicamentos *Simponi* e *Stelara*, indicados para artrite reumatoide e doença de Crohn, seguidas por litígios movidos por outras farmacêuticas.[106] Todas essas ações partem de fundamentos semelhantes: a tentativa de compensar, pela via judicial, atrasos administrativos na tramitação dos pedidos de patente perante o INPI.[107]

O fundamento central é o art. 37, §6º, da Constituição, que consagra a responsabilidade civil objetiva do Estado. A partir daí, constrói-se o argumento de que a reparação poderia assumir forma *in natura* — ou seja, pela extensão do prazo da patente — e não apenas por indenização pecuniária. O direito à indenização surge apenas quando houver demora injustificada na tramitação do processo, conclui-se logicamente que esse direito decorre justamente da referida demora injustificada.[108]

---

processos? *Revista de Direito Administrativo*, Rio de Janeiro, v. 271, p. 171–201, 2018. Edição Especial - Direito Público na Lei de Introdução às Normas de Direito Brasileiro - LINDB (Lei nº 13.655/2018).

106 BRASIL. Justiça Federal da Seção Judiciária do Distrito Federal. 14ª Vara Federal Cível. Processo n. 1054432-34.2021.4.01.3400. Johnson & Johnson x INPI. Ação: Procedimento comum. PI: PI 0113109-5 (PTA Stelara). Juiz: Waldemar Claudio de Carvalho. Decisão/andamento: improcedente; remetidos em grau de recurso. Data: 04 abr. 2022; BRASIL. Justiça Federal da Seção Judiciária do Distrito Federal. 9ª Vara Federal Cível. Processo n. 1054805-65.2021.4.01.3400. Johnson & Johnson x INPI. Ação: Procedimento comum. PI: PI 0113110-9 (PTA Simponi). Juíza: Flavia de Macedo Nolasco.

107 NISHI, Eduardo Azuma; DIAS, Maria Rita Rebello Pinho; SANTOS, Leandro Galluzzi dos; BEDENDI, Luís Felipe; RODRIGUES FILHO, João de Oliveira; BARBOSA FILHO, Regis de Castilho. An International Guide to Patent Case Management for Judges – Chapter 3: Brazil. *In*: WORLD INTELLECTUAL PROPERTY ORGANIZATION (WIPO). *An International Guide to Patent Case Management for Judges*. Geneva: WIPO, 2025.

108 *Ibidem*.

O entendimento segundo o qual a reparação de danos a terceiros não se restringe ao pagamento de pecúnia não é recente. Em matéria de dano patrimonial, a análise da jurisprudência mais recente revela uma tendencial preferência dos tribunais para soluções que, embora patrimoniais, revelam-se não pecuniárias.[109] Com efeito, a indenização pode ganhar a forma de restituição de tempo, sobretudo em casos como o presente, nos quais o fator temporal é especialmente relevante para a tutela do direito material em discussão, como já se demonstrou.

Da teoria geral da responsabilidade civil extrai-se o entendimento de que responsabilidade não é sinônimo de indenização. Muito pelo contrário: sempre que, após o dano, for possível restaurar a situação anterior, tornar-se-á dispensável a indenização. Essa lógica é expressamente contemplada no Título IX, Capítulo I do Código Civil, que trata das disposições gerais sobre a obrigação de indenizar. O art. 947 do Código Civil dispõe: "*Se o devedor não puder cumprir a prestação na espécie ajustada, substituir-se-á pelo seu valor, em moeda corrente.*" Esse comando geral da teoria da responsabilidade permite distinguir entre tutela restitutória e tutela ressarcitória, estabelecendo a preferência da primeira e a subsidiariedade da segunda.[110]

Conclusão.

O percurso comparativo empreendido neste trabalho mostrou que ajustes temporais à vigência de patentes emergem como instrumentos de correção de falhas administrativas e regulatórias em sistemas que contam o prazo a partir do depósito. Em comum, essas soluções buscam preservar o "*prazo útil*" de exclusividade sem sacrificar

---

109 SCHREIBER, Anderson. *Novos Paradigmas da Responsabilidade Civil*: Da erosão dos filtros da reparação à diluição dos danos. São Paulo: Atlas, 2009. p. 195.

110 ROSENVALD, Nelson; FARIAS, Cristiano Chaves de; BRAGA NETTO, Felipe. *Curso de direito civil*: responsabilidade civil. 5. ed. Salvador: JusPodivm, 2022.

a concorrência e o acesso, sobretudo em mercados regulados. Para o Brasil, a compensação de prazo não é, por si, incompatível com a Constituição: o vício identificado pelo STF residiu na indeterminação do antigo art. 40, parágrafo único, e não na ideia de recomposição temporal.

O cotejo funcional entre modelos permite derivar parâmetros de desenho normativo para um eventual PTA brasileiro: (i) gatilho objetivo, (ii) cálculo dia a dia, com exclusão estrita de atrasos do requerente, (iii) teto material, (iv) procedimento a pedido do titular, em janela curta e preclusiva, com decisão motivada, registro e publicidade, (v) catálogo enxuto de "atrasos justificáveis" da Administração, (vi) via recursal administrativa e controle judicial limitado a erros de direito ou de cálculo.

Por fim, este estudo tem limites: a evolução recente do PTA chinês e experiências latino-americanas carecem de séries históricas suficientes para avaliação causal robusta de efeitos concorrenciais e de preços. Agenda útil de pesquisa inclui mensurar impactos de diferentes tetos e fórmulas sobre entradas de genéricos e sobre investimento setorial, bem como testar desenhos procedimentais que reduzam litigiosidade. Ainda assim, a comparação funcional aqui conduzida oferece um roteiro factível: se o Brasil optar por um PTA, que o faça com regras simples, transparentes, proporcionais e que não discriminem tecnologias — para recompor, quando necessário, sem distorcer o próprio sistema que se pretende proteger.

HARD LAW E SOFT LAW NA REGULAÇÃO DA SUSTENTABILIDADE: COMPLEMENTARIDADE E TENSÃO ENTRE FONTES NORMATIVAS[1]

HARD LAW AND SOFT LAW IN SUSTAINABILITY REGULATION: COMPLEMENTARITY AND TENSION BETWEEN NORMATIVE SOURCES

*Clara Egydio Previdi de Barros**
*Fábio Martins Bonilha Curi***

Resumo: O presente artigo objetiva analisar a trajetória das discussões internacionais e a consolidação do conceito de ESG (Environmental, Social e Governance) e Sustentabilidade, analisando as principais fontes normativas que englobam o tema. Para tal foi realizada pesquisa doutrinária e histórica, abordando os marcos fundamentais da discussão sobre sustentabilidade, desde as tratativas iniciais no meio acadêmico, como a publicação do livro A Primavera Silenciosa, até as discussões entre Estados, iniciadas na Conferência de Estocolmo em 1972, culminando no conceito atual de ESG. Foram analisados os posicionamentos de diversos países, as conclusões dessas conferências e o conceito de sustentabilidade estabelecido em 1987 pelo Relatório de Brundtland, diferenciando-o de desenvolvimento sustentável e do modelo ESG, sendo este último estudado em sua formação histórica, seus três pilares e as diferentes interpretações, destacando-se a visão melhor aderida pelo mercado. Os resultados demonstram a importância da articulação entre as fontes do direito sustentável, classificadas em leis vinculantes (hard law) e normativas privadas (soft law). Em conclusão, as leis vinculantes e as

1 Artigo recebido em: 31.03.2026 e aceito em: 15.06.2026.

* Bacharel em Direito pela PUC Campinas. E-mail: claraegydiopb@gmail.com.

** Doutor em direito Comercial pela USP. Professor permanente do PPGD em Direito da FACAMP. Professor de Direito Comercial da PUC Campinas. E-mail: fmbcuri@gmail.com.

normativas privadas atuam conjuntamente, cada qual com seus ônus e bônus, para guiar as instituições sobre o desenvolvimento sustentável e a aplicação prática dos princípios ESG.

Palavras-chave: Sustentabilidade. Desenvolvimento Sustentável. ESG. Conferencias. Hard law. Soft law.

Abstract: This article aims to analyze the trajectory of international discussions and the consolidation of the concept of ESG (Environmental, Social and Governance) and Sustainability, analyzing the main normative sources that encompass the theme. To this end, doctrinal and historical research was carried out, addressing the fundamental milestones of the discussion on sustainability, from the initial negotiations in the academic environment, such as the publication of the book The Silent Spring, to the discussions between States, initiated at the Stockholm Conference in 1972, culminating in the current concept of ESG. The positions of several countries, the conclusions of these conferences and the concept of sustainability established in 1987 by the Brundtland Report were analyzed, differentiating it from sustainable development and the ESG model, the latter being studied in its historical formation, its three pillars and the different interpretations, highlighting the vision best adhered to by the market. The results demonstrate the importance of the articulation between the sources of sustainable law, classified as binding laws (hard law) and private norms (soft law). In conclusion, binding laws and private regulations work together, each with its own burdens and bonuses, to guide institutions on sustainable development and the practical application of ESG principles.

Keywords: Sustainability. Sustainable Development. ESG. Conferences. Hard law. Soft law.

Sumário: Introdução. 1. A construção histórica da sustentabilidade: consenso moral, disputa política e repetição institucional. 2. Sustentabilidade, desenvolvimento sustentável, TBL e ESG: distinções conceituais e mudança de racionalidade. 3. Fontes normativas da

sustentabilidade: complementariedade e tensão entre *hard law* e *soft law*. 3.1. O núcleo crítico: conflitos metodológicos e o risco de inconsistência (e de *greenwashing* estrutural). Conclusão.

Introdução.

A sustentabilidade é um tema que apesar de muito debatido, ainda gera incertezas quanto à sua efetividade no debate contemporâneo. As dúvidas são perceptíveis: aquilo que começou como alerta acadêmico-científico, transformou-se em agenda multilateral, migrou para a regulação jurídica interna e, mais recentemente, passou a ser operacionalizado (e disputado) no espaço empresarial por meio de métricas, relatórios e ratings. Paralelamente a isso, a expressão passou por variações, sendo difícil compreender as diferenças entre sustentabilidade, e, por exemplo, a sigla E.S.G. Essa trajetória, portanto, não é linear nem pacífica: o debate sempre esteve tensionado pela desigualdade material entre Estados, pela lentidão decisória das instâncias jurídicas e pela tentativa do mercado de não perder o foco em sua finalidade precípua, qual seja, o lucro.

A premissa que fundamenta este artigo parte exatamente desse impasse: há urgência climática e pressão social crescente, mas o Direito é moroso e frequentemente reativo, enquanto o setor privado opera em ciclos rápidos e busca ferramentas de reputação, risco e financiamento. Nesse contexto, o trabalho propõe compreender a evolução histórica das discussões sobre sustentabilidade e examinar como o E.S.G se consolida como linguagem empresarial contemporânea, destacando-se as "fontes" normativas que guiam a prática: hard law (vinculante) e soft law (flexível/voluntária).

Para tanto, o estudo se apropriará do método dedutivo para se apropriar de estudos teóricos já existentes sobre o assunto e de análise de dados públicos sobre normas, com foco na transição conceitual do desenvolvimento sustentável para as práticas e diretrizes ESG.

Para isso, serão explorados os conceitos fundamentais, analisadas suas principais fontes normativas observando-se os prós e contras de cada perspectiva identificada.

1. A construção histórica da sustentabilidade: consenso moral, disputa política e repetição institucional.

A primeira camada decisiva para compreender o tratamento contemporâneo da sustentabilidade é reconhecer que o tema surge como síntese de conhecimento científico, pressão social e conflito geopolítico — e não como simples "boa prática". Antes da institucionalização diplomática, dois impulsos aparecem como gatilhos: (i) a denúncia científica dos limites materiais do planeta (Clube de Roma e *Limits to Growth*), que explicita o problema do crescimento exponencial do consumo frente à finitude de recursos; e (ii) a crítica ecológica simbolizada por *Primavera Silenciosa*, que transforma dano ambiental em linguagem pública e moral, antecipando a ideia de risco sistêmico.

O Clube de Roma é uma organização fundada em 1968 que tinha como objetivo discutir o que eles entendiam como a "situação difícil da humanidade"[2]. Seu início se deu de fato com a reunião de diversos cientistas europeus que buscavam entender e conectar componentes presentes na sociedade como um todo, mas não necessariamente unidos, sendo eles questões econômicas, políticas, naturais e sociais.

O grupo reuniu uma equipe do MIT (*Massachusetts Institute of Technology*), oportunidade na qual o professor do Instituto, Jay Foster, propôs o uso de modelos computacionais para tratar dos sistemas discutidos no grupo. Com isso, foi desenvolvido um sistema que trouxe à tona as implicações do crescimento exponencial desenfreado do

2 CLUB OF ROME. About us. Winterthur, Switzerland: Club of Rome, [2026]. Disponível em: https://www.clubofrome.org/about-us/. Acesso em: 24 fev. 2026.

consumo, considerando principalmente as limitações do planeta, colocando em pauta a população, produção agrícola, esgotamento de recursos, produção industrial e poluição. Desse grupo, resultou o importante relatório denominado "Os Limites do Crescimento". Esse material foi essencial para tratar do tema sustentabilidade, principalmente porque colocava em pauta o consumo humano e sobre como estávamos cada vez mais próximos e cada vez mais degradando o planeta e seus recursos[3].

Também no mesmo período (1969) ocorre a publicação da obra "Primavera Silenciosa", da bióloga Rachel Carson. Em seu livro, ela retrata exatamente a questão da proteção da natureza e os cuidados que os seres humanos devem ter, principalmente considerando o alto uso de pesticidas na agricultura, prática muito comum na época e que ela já havia apontado trazer diversas consequências para o meio ambiente[4].

Mesmo tendo em foco um assunto tão específico – o uso de pesticidas –, seu texto traz uma reflexão precisa das preocupações da época quanto ao meio ambiente. O livro colocou em pauta a destruição da fauna e da flora pelo homem, pois no fluxo em que estávamos, alcançaríamos uma primavera sem vozes, sem pássaros, flores, frutos, sem vida. Isso foi visto quase como uma previsão do futuro que nos aguardava.

> Aquela era uma primavera sem vozes. Pelas manhãs, que outrora haviam vibrado em conseqüência do côro matinal dos papos-roxos, dos tordos-dos-remedos, dos pombos, dos gaios, das corruíras, e de vintenas de outras aves canoras, não havia, agora, som algum; sòmente o silêncio

3 MEADOWS, Donella H. et al. The limits to growth: a report for the Club of Rome's project on the predicament of mankind. New York: Universe Books, 1972. Disponível em: https://www.clubofrome.org/publication/the-limits-to-growth/. Acesso em: 27 mar. 2026

4 CARSON, Rachel. *Primavera silenciosa*. São Paulo: Melhoramentos, 1969; Gaia, 2010.

pairava por cima dos campos, das matas e dos pantanais. Nas fazendas, as galinhas chocavam; mas nenhum pintainho nascia. Os lavradores queixavam-se por não conseguirem mais criar porco nenhum; as crias eram pequenas, e os leitõezinhos sobreviviam apenas uns poucos dias. [...] Até mesmo os rios se mostravam agora destituídos de vida. Os pescadores já não visitavam mais os seus cursos d'água, porquanto todos os peixes tinham morrido. Nas calhas, por baixo dos beirais, e por entre as telhas dos telhados, um pó branco, granulado, ainda formava umas poucas faixas; algumas semanas antes, êsse pó tinha caído, como se fôra neve, por cima dos telhados e dos relvados, bem como por cima dos campos e dos rios. Nenhuma obra de feitiçaria, nenhuma ação de inimigo, havia silenciado o renascer de uma nova vida naquele mundo golpeado pela morte. Fôra o povo, êle próprio, que fizera aquilo. Esta cidade não existe concretamente; mas ela poderá encontrar fàcilmente milhares de suas semelhantes, nos Estados Unidos e por outras partes do mundo. Não sei de comunidade nenhuma que haja sofrido todos os infortúnios que descrevo. Contudo, cada um de tais desastres já aconteceu, efetivamente, em algum lugar; e muitas comunidades verdadeiras já sofreram, de fato, um número substancial dessas desgraças. Um espectro sombrio se espalmou por cima de nós, quase que sem ser notado; e esta tragédia imaginada poderá fàcilmente tornar-se dura realidade, de que todos nós deveremos ter conhecimento. Que foi que já silenciou as vozes da primavera em inúmeras cidades dos Estados Unidos?[5]

5 CARSON, Rachel. *Primavera silenciosa*. São Paulo: Melhoramentos, 1969; Gaia, 2010. p. 12.

A Conferência de Estocolmo (1972), por sua vez, inaugura a sustentabilidade como tema multilateral não só por seus documentos, mas pelo ambiente social e político que revela: participação de sociedade civil, formação de fóruns paralelos e crescimento do papel de atores não estatais. Tratava-se do período da Guerra Fria, com ambiente desfavorável às negociações internacionais, e um risco iminente de uma nova guerra iniciar. São diversos interesses e prioridades que foram colocados em pauta pelas delegações.

Nesse sentido, as delegações da conferência estavam divididas em 3 grandes grupos, sendo eles: 1º mundo, capitalistas liderados pelos Estados Unidos (EUA); 2º mundo, comunistas liderados pela União das Repúblicas Socialistas Soviéticas (URSS); e 3º mundo, os subdesenvolvidos seguindo em sua maioria um posicionamento neutro – atualmente chamados de países do sul global. Este cenário desencadeou duas questões de extrema relevância para o momento.

Primeiramente, a grande maioria dos países aliados à URSS não se dispôs a participar dos debates. Tal fato se deu pela disparidade no tratamento entre os países pela Organização das Nações Unidas (ONU), materializada na participação das Alemanhas. Como membro efetivo da organização, a Alemanha Ocidental foi convidada a participar ativamente dos debates, tendo inclusive poder de voto sobre os temas. Em contrapartida, a Alemanha Oriental foi convidada apenas como participante, sem espaço para debater e tomar decisões sobre o tema. Como forma de protesto, a URSS e outros países não compareceram a Estocolmo, negando sua participação nas negociações.[6]

Mesmo com essa importante ausência, Estocolmo evidenciou a fratura estrutural que atravessará décadas: a disputa entre países industrializados (com capacidade financeira e tecnológica para impor

6 UN ENVIRONMENT PROGRAMME. *1972 UN Conference on the Human Environment*: Full Video. [S. l.: s. n.], 2021. 1 vídeo (27 min 06 s). Publicado pelo canal UN Environment Programme. Disponível em: https://www.youtube.com/watch?v=jKaYPk5YnsU. Acesso em: 26 fev. 2025.

padrões) e países em desenvolvimento. Essa tensão Norte–Sul foi um elemento permanente: quando os países centrais já "internalizaram" parte do custo da degradação (após terem se industrializado sem limites), podem propor freios; os países periféricos, por sua vez, reivindicam soberania e equidade distributiva de custos e responsabilidades. O conflito é ilustrado pelo episódio Argentina–Brasil sobre o artigo 20 da Declaração, onde soberania e prevenção de danos transfronteiriços se chocam. Previa o referido artigo:

> Os Estados informarão sobre as atividades realizadas em seu território, quando considerar necessários tais informes para evitar consequência prejudiciais fora de sua jurisdição nacional.[7]

A delegação da Argentina acreditava que tal disposição deveria ser mandatória a todas as nações – buscava formas de evitar a construção de uma hidrelétrica em seu território. O Brasil, por sua vez, defendeu a soberania dos Estados e sua liberdade para entender qualquer exigência como obrigatória ou não. Ocorre que, conforme publicado à época pelo jornal Folha de São Paulo, havia a iminência da construção de estradas no norte do Brasil, obras estas que muitos acreditavam que levariam a uma grande devastação da Amazônia. Seria um avanço para o país, mas com uma consequência grave.[8]

De todo modo, tais entraves não impediram que a conferência alcançasse uma conclusão. Mesmo que com algumas ressalvas, as delegações entregaram a Declaração da Conferência das Nações Unidas sobre o Meio Ambiente Humano, estabelecendo 26 princípios sobre o tema. Também foram elaboradas 109 recomendações, as quais foram reunidas no Plano de Ação para o Meio Ambiente Humano.

---

7 Uma declaração política contra a poluição. Jornal Folha de S. Paulo, São Paulo, ano 52, nº 44.23, p. 4, 17 jun. 1972. Disponivel em: https://acervo.folha.com.br/digital/leitor.do?numero=4423&anchor=4399172&origem=busca&originURL=& maxTouch=0&pd=a83acc843ab7dcb9771342ae52bcdad2. Acesso em: 28 ago. 2025.

8 *Ibidem.*

No mais, conforme bem pontuado por Lago, a influência da Conferência de Estocolmo não se limitou aos documentos produzidos no momento, mas foi de extrema relevância para não somente fortalecer a ONU como instituição, como também para a influência na realização de outras conferências e a criação do Programa das Nações Unidas para o Meio Ambiente (PNUMA).

> A maioria dos autores considera que as principais conquistas da Conferência de Estocolmo – independentemente dos êxitos ou derrotas de países específicos ou de grupos negociadores – teriam sido as seguintes: a entrada definitiva do tema ambiental na agenda multilateral e a determinação das prioridades das futuras negociações sobre meio ambiente; a criação do Programa das Nações Unidas para o Meio Ambiente – PNUMA (UNEP, pelas iniciais em inglês); o estímulo à criação de órgãos nacionais dedicados à questão de meio ambiente em dezenas de países que ainda não os tinham; o fortalecimento das organizações não- governamentais e a maior participação da sociedade civil nas questões ambientais.[9]

Conforme apontado no trecho acima, merece atenção a criação do PNUMA. Foi este um dos elementos essenciais decorrentes de Estocolmo, que levou à criação de órgãos nacionais e ao fortalecimento de organizações não governamentais. Tal programa manteve os debates sobre os impactos ambientais e não permitiu que o tema fosse esquecido.

A Conferência de Estocolmo desencadeou diversas discussões sobre a necessidade de medidas urgentes para garantir a sobrevivência do planeta. Estas, que antes corriam em paralelo a questões eco-

---

9 LAGO, André Aranha Corrêa do. Estocolmo, Rio, Joanesburgo. *O Brasil e as três conferências ambientais das nações unidas*. Brasília: Fundação Alexandre De Gusmão, 2009. p.47-48.

nômicas, devido a crises ambientais – como as crises do petróleo de 1973 e 1979 – passaram a ser relacionadas àquelas sobre desenvolvimento dos países e os interesses da indústria. A iminência dos impactos do meio ambiente na economia foi de extrema importância para o desenvolvimento do tema sustentabilidade – termo este que ainda não era usado ou possuía o significado que temos hoje.

Atrelar causas ambientais ao desenvolvimento econômico leva à observação e ao estudo sobre a forma como são utilizadas as matérias-primas, considera-se o cuidado com aquelas que são ou não escassas, e por fim, como o espaço internacional precisa colaborar para alcançar o desenvolvimento sustentável, termo este que se demonstrou extremamente necessário para as discussões.

Com isso, antes da realização de uma nova conferência, em 1983, temos a criação da Comissão Mundial sobre Meio Ambiente e Desenvolvimento (CMMA) pela ONU. Esta comissão, presidida pela Primeira-Ministra da Noruega na época, Gro Harlem Brundtland, publicou em 1987 o relatório "Nosso Futuro Comum", também conhecido como Relatório Brundtland.

O Relatório Brundtland reorganiza o debate ao consolidar o conceito de desenvolvimento sustentável e ao atrelar definitivamente meio ambiente e economia: a degradação deixa de ser "externalidade" para se tornar condicionante do próprio crescimento. Além disso, o relatório explicita que a efetividade depende de instrumentos institucionais (leis, incentivos, participação local) e de uma mudança coordenada, e não de uma oposição simplista entre "vilões" e "vítimas".

Além de estabelecer importantes orientações sobre o tema, o relatório trouxe algo inusitado, ele consolidou o conceito de desenvolvimento sustentável, assim como estabeleceu os conceitos ESG, apontando que "*o desenvolvimento que satisfaz as necessidades do presente sem comprometer a capacidade das futuras gerações de satisfazer as suas próprias necessidades.*"[10]

---

10 HANDL, Günther. Declaration of the United Nations Conference on the Human Environ-

Vinte anos após a Conferência de Estocolmo, a Rio 92 representou uma maturação[11], qual seja, a incorporação de aspirações do Sul global e produção de documentos programáticos e convenções, ampliando o "pacote normativo" ambiental. Entretanto, a produção documental não equivaleu à execução política; a agenda se expandiu, porém, a implementação foi irregular e sujeitou-se a ciclos de vontade estatal.

O período posterior é repleto de marcos importantes, tais como (Joanesburgo/Rio+10,[12] Rio+20,[13] Agenda 2030, Acordo de Paris[14] e Estocolmo+50, porém, em todos há uma dupla constatação: há continuidade discursiva e refinamento institucional, mas resultados frequentemente aquém da urgência — gerando ceticismo social e, até mesmo, enfraquecimento e descrédito da expressão sustentabilidade.

Em outras palavras: o plano multilateral produziu legitimidade e trouxe o tema da sustentabilidade à tona. A efetividade, contudo, não se materializou como era desejado e necessário.

---

ment (Stockholm Declaration), 1972 and the Rio Declaration on Environment and Development, 1992. [S. l.]: United Nations Audiovisual Library of International Law, [20--?]. Disponível em: https://legal.un.org/avl/pdf/ha/dunche/dunche_e.pdf?_gl=1. Acesso em: 30 mar. 2026. Texto original: "'sustainable development' — commonly understood as development that "meets the needs of the present without compromising the ability of future generations to meet their own needs"(Our Common Future)"

11 ALEXANDRE HARLEI FERRARI. *De Estocolmo, 1972 a Rio+20 em 2012: o discurso ambiental e as orientações para a educação ambiental nas recomendações internacionais*. [s.l.] Editora ANAP, [s.d.].p.78

12 ORGANIZAÇÃO DAS NAÇÕES UNIDAS. *United Nations, [s.d.]*. World Summit on Sustainable Development, 26 August-4 September 2002, Johannesburg. Disponível em: https://www.un.org/en/conferences/environment/johannesburg2002. Acesso em: 27 mar. 2026.

13 ORGANIZAÇÃO DAS NAÇÕES UNIDAS. United Nations, *[s.d.]. Building on the Millennium Development Goals*. Disponível em: https://www.un.org/en/conferences/environment/rio2012. Acesso em: 27 mar. 2026.

14 ORGANIZAÇÃO DAS NAÇÕES UNIDAS. Stockholm+50, *[s.d.]*. About. Disponível em: https://www.stockholm50.global/about/about. Acesso em: 27 mar. 2026.

2. Sustentabilidade, desenvolvimento sustentável, TBL e ESG: distinções conceituais e mudança de racionalidade.

O contexto histórico acima permite uma melhor compreensão da origem das ideias eu permeiam o tema sustentabilidade, isso porque, o conceito não é fixo determinado, ele se altera com o tempo e com o contexto econômico e social. Porém, é importante destacar que "sustentabilidade", "desenvolvimento sustentável" e "ESG" não são sinônimos.

Sustentabilidade é um conceito *transdisciplinar*, dinâmico e com demarcações históricas importantes; desenvolvimento sustentável (DS) tem natureza de uma formulação-guia (macroobjetivo) para compatibilizar necessidades presentes e futuras; e ESG, assim como a sigla TBL são *modelos de operacionalização*.

O desenvolvimento sustentável, na formulação brundtlandiana, contém dois núcleos críticos: (i) "necessidades" (com centralidade da pobreza e justiça social) e (ii) "limitações" tecnológicas e institucionais. Isso desloca a discussão do "ambiente" como tema isolado para uma economia política do futuro: padrões de consumo, desigualdade global e capacidade administrativa são parte do problema.

Sobre sustentabilidade, Mikhailova afirma não se tratar somente de um objetivo macro, mas sim de um conceito de economia ecológico. Daí o seu caráter transdisciplinar

> O conceito de sustentabilidade é não somente um objetivo no nível macro, mas o principal conceito da Economia Ecológica. Justifica-se, assim, a abordagem do conceito de sustentabilbidade com base em um enfoque transdisciplinar. Na medida que essa abordagem vem sido desenvolvida, os conceitos da sustentabilidade e de desenvolvimento sustentável continuam evoluindo. As próximas seções abordam a evolução das

definições de desenvolvimento sustentável e as etapas da sua mensuração, na prática.[15]

Desenvolvimento sustentável (DS) surge com o relatório Brundland com o objetivo de estabelecer um conceito guia. Segundo o relatório, DS é o "o desenvolvimento que satisfaz as necessidades do presente sem comprometer a capacidade das futuras gerações de satisfazer as suas próprias necessidades" (Tradução Livre).[16]

O relatório associa a ideia de justiça social e valores éticos, reconhecendo vulnerabilidades e observando que é necessária a busca por soluções e investimentos que preservem a realidade das gerações futuras. Somado a isso, apresentam também a pobreza como uma das principais causas de problemas ambientais, não sendo possível afastar tal pauta ao tratar de DS.[17]

A sigla E.S.G, por sua vez, surge em 2004 no relatório da Organização das Nações Unidas (ONU) "Who cares wins"[18]. Inserindo no mesmo contexto os aspectos ambientais (Environment), sociais (Social) e ampliando o conceito para dar espaço à governança (Go-

---

15 MIKHAILOVA, Irina. Sustentabilidade: evolução dos conceitos teóricos e os problemas da mensuração prática. *Revista Economia e Desenvolvimento*, Santa Maria, v. 16, p. 22-41, 2004. DOI: 10.5902/141465093442. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/362978184_Sustentabilidade_evolucao_dos_conceitos_teoricos_e_os_problemas_da_mensuracao_pratica. Acesso em: 27 mar. 2026.

16 HANDL, Günther. Declaration of the United Nations Conference on the Human Environment (Stockholm Declaration), 1972 and the Rio Declaration on Environment and Development, 1992. [S. l.]: United Nations Audiovisual Library of International Law, [20--?]. Disponível em: https://legal.un.org/avl/pdf/ha/dunche/dunche_e.pdf?_gl=1. Acesso em: 30 mar. 2026. Texto original: "'sustainable development' — commonly understood as development that "meets the needs of the present without compromising the ability of future generations to meet their own needs"(Our Common Future)"

17 NASCIMENTO, Elimar Pinheiro do. Trajetória da sustentabilidade: do ambiental ao social, do social ao econômico. *Estudos Avançados*, São Paulo, v. 26, n. 74, p. 51-64, 2012. Disponível em: https://www.scielo.br/j/ea/a/yJnRYLWXSwyxqggqDWy8gct/?format=pdf&lang=pt. Acesso em: 27 mar. 2026.

18 PACTO GLOBAL REDE BRASIL. ESG: *O termo ESG. Pacto Global*, [S. l.], [s. d.]. Disponível em: https://www.pactoglobal.org.br/esg/25/02/2026. Acesso em: 25 fev. 2026

vernance). Fundamentado nesses três pilares que apesar de diferentes, se complementam e juntos permitem uma operacionalização de uma estrutura corporativa ou institucional sustentável.

Menos comentado, mas também bastante relevante o Triple Bottom Line (TBL) é outra forma de operacionalizar o DS em racionalidade corporativa: a empresa sustentável seria aquela que equilibra *people, planet, profit*. Fruto do trabalho de John Elkington, publicado em 1997, o autor reconhece a sustentabilidade como um elemento essencial para o avanço e sobrevivência da sociedade, formulando um guia para atingir seus objetivos. Diz o autor, *in verbis: "Executivos que buscam compreender a dimensão completa do desafio emergente devem auditar as performances e metas futuras considerando o triple botton line"* [19](tradução livre).

Esse método, elaborado quase uma década antes do ESG, tem como inovação "acrescentar" preocupações sociais e ambientais, mas também reconhecer uma interdependência sistêmica, qual seja: a sociedade depende da economia; mas a economia depende do ecossistema.

Analisando de forma comparativa as siglas, é possível notar uma importante transição TBL ? ESG, pois o ESG não apenas reorganiza a mesma tríade: ele substitui o "profit" por governança, sinalizando que o mercado passa a tratar a sustentabilidade menos como "resultado" econômico e mais como estrutura de decisão, controle e transparência. A lucratividade permanece, mas seu acesso passa a depender de processos, integridade, prestação de contas e gestão de riscos.

Em termos práticos, essa mudança explica por que ESG se dissemina: ele conversa com o "idioma" do investidor (risco, disclosure,

---

19 ELKINGTON, J. *Cannibals with Forks*: the Triple Bottom Line of 21st Century Business. Oxford: Capstone, 1997. p.69. Texto Original: "Business executives wanting to grasp the full scale of the emerging challenge must audit current performance and future targets against the triple bottom line."

governança), com o "idioma" do consumidor (marca e identidade) e com o "idioma" regulatório (compliance e deveres). Em outras palavras, permite demonstrar compromisso, atrair capital e construir reputação, ainda que nem sempre consiga provar impactos materiais no desenvolvimento sustentável.

De toda forma, essa ambiguidade (ferramenta de sustentabilidade vs. ferramenta de mercado) é um ponto crítico, pois ESG não é a sustentabilidade em si (e nem desenvolvimento sustentável). Trata-se de um modelo que operacionaliza pretensões e todo modelo, pode distorcer, simplificar e até simular dados e informações.

3. Fontes normativas da sustentabilidade: complementariedade e tensão entre hard law e soft law.

O presente artigo não tem a pretensão de se aprofundar em leis ou normas (públicas ou privadas) que versam sobre sustentabilidade. Os objetivos são menos pretensiosos, mas bastante importantes, pois o que se percebeu ao longo dos últimos anos é que no que diz respeito à sustentabilidade, há normas com caráter cogente, promulgadas por Entes com poder de jurisdição; e a há normas privadas ou públicas que apesar de figurarem como recomendações, sujeitam seus "violadores" a sanções privadas de bastante impacto, gerando, consequentemente, dúvidas sobre o tema.

O denominado "*hard law*" pode ser descrito como o conjunto de normas vinculantes (tratados ratificados e leis internas), cuja força reside na possibilidade de exigibilidade e cobrança. O mérito do "*hard law*" é óbvio: ele cria deveres e permite responsabilização. Mas possui uma fragilidade central no campo ambiental: o tempo.[20]

---

20 Não se desconhece outras fragilidades decorrentes do processo de elaboração da lei, porém, não para o presente artigo, parte-se do pressuposto de que outras fragilidades, tais como interesses políticos e econômicos, também afetam a denominada "soft law".

No Brasil, por exemplo, temos uma diversidade de leis que são tidas pelo meio jurídico como relacionadas ao ESG, mesmo que não necessariamente versem explicitamente sobre ele. É o caso do artigo 170, inciso VI da CF, por meio do qual tem- se a previsão constitucional da proteção do meio ambiente como um princípio da ordem econômica.[21]

Focando ainda na questão ambiental, podemos tratar também da Lei nº 12.305/2010, que instituiu a Política Nacional de Resíduos Sólidos. Com ela foi estabelecida a obrigação não somente do Estado, mas também de empresas e do próprio cidadão, sobre o devido cuidado com o tratamento de resíduos sólidos, estabelecendo princípios e objetivos para tal.[22]

Estas normas, além de muitas outras, são fontes de direitos vinculantes que permitem ao Estado a cobrança de instituições sobre seu cumprimento. Porém, por mais que sejam essenciais, as normas de *hard law* possuem uma desvantagem que implicam de forma drástica a movimentação do mercado, qual seja, a demora para serem instituídas. Observe-se abaixo o quadro que demonstra o trâmite de algumas das leis que remetem à sustentabilidade, e o tempo que levam para efetivamente fazer efeito ou serem atualizadas.

---

21 BRASIL. Constituição Da República Federativa Do Brasil De 1988. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Constituicao/Constituicao.htm. Acesso em: 25 fev. 2026.

22 BRASIL. Lei nº 12.305, de 2 de agosto de 2010. Institui a Política Nacional de Resíduos Sólidos; altera a Lei nº 9.605, de 12 de fevereiro de 1998; e dá outras providências. Brasília, DF: Presidência da República, [2010]. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2010/lei/l12305.htm. Acesso em: 29 out. 2025.

Quadro 1. Exemplo e Histórico *Hard Law*

Diploma Legal	Histórico	Período entre Marcos (Aprox.)
Acordo de Paris	Como base teve a Convenção – Quadro das Nações Unidas sobre Mudança do Clima, adotada em Nova York em 1992; teve seu debate iniciado e sua celebração em 2015; ratificado em 2016; decreto 9.073 apenas em 2017.[23]	25 anos (de 1992 a 2017)
Lei nº 12.305/2010	Discussões iniciadas pela PL 203/91 em 1991; passou por diversas alterações e incrementos; texto aprovado em 2010.[24]	19 anos (de 1991 a 2022)
Projeto de lei 572/2022	PL apresentado em 14 de março de 2022. Sem movimentações relevantes até o momento, em 16/06/2026 foi apresentado requerimento para remessa do projeto à comissão subsequente, considerando-se o esgotamento de prazo para manifestação da Comissão de Desenvolvimento Econômico e para evitar estaguinação do mesmo.[25]	33 anos (de 1989 a 2022) da primeira versão para o texto de hoje. Versão atual 5 anos (2017 a2022)
Decreto nº 3.678/2000	Promulga a Convenção sobre o Combate da Corrupção, concluída em Paris em 17 de dezembro de 1997; em vigor internacionalmente em 1999, no Brasil em 2000.[26]	3 anos (de 1997 a 200)
Lei nº 12.846/2013	Originou-se da ratificação do Decreto nº 3.678/2000; projeto de lei foi o 6826/2010; lei promulgada em 2013.[27]	10 anos (de 2000 a 2010) entre a ratificação do decreto e a PL 3 anos (de 2010 a 2013) para promulgação da lei

Fonte: Autoria própria (2026)

23 BRASIL. Decreto nº 9.073, de 5 de junho de 2017. Promulga o Acordo de Paris sob a Convenção-Quadro das Nações Unidas sobre Mudança do Clima, celebrado em Paris, em 12 de dezembro de 2015, e firmado em Nova Iorque, em 22 de abril de 2016. Brasília, DF: Presidência da República, [2017]. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2017/decreto/D9073.htm. Acesso em: 29 out. 2025.

24 BRASIL. Ministério do Meio Ambiente. Política Nacional de Resíduos Sólidos: contextos e principais aspectos. Brasília, DF: MMA, [s. d.]. Disponível em: https://antigo.mma.gov.br/cidades-sustentaveis/residuos-solidos/politica-nacional-de-residuos-solidos/contextos-e-principais-aspectos.html. Acesso em: 29 out. 2025.

25 BRASIL. Congresso Nacional. Câmara dos Deputados. Projeto de Lei nº 572/2022. Cria a lei marco nacional sobre Direitos Humanos e Empresas e estabelece diretrizes para a promoção de políticas públicas no tema. Disponível em: https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2317904. Acesso em 04 jul. 2026.

26 BRASIL. Decreto nº 3.678, de 30 de novembro de 2000. Promulga a Convenção sobre o Combate da Corrupção de Funcionários Públicos Estrangeiros em Transações Comerciais

Essa demora não é mero defeito burocrático; ela revela a natureza política do problema: sustentabilidade exige redistribuição de custos e reorganização produtiva, o que implica resistências internas, assimetrias de poder, disputas setoriais e necessidade de base técnico-científica. O Direito, por desenho, é cauteloso; mas o clima e os mercados não aguardam.

É nesse vácuo que o *soft law* ganha centralidade. Nesse contexto, com uma sociedade cada vez mais consciente, a demanda por condutas que reflitam o DS e o ESG é exponencial. Conforme ensina Valério de Oliveira Mazzuoli, o direito internacional precisa se adaptar, ser flexível para que todas as necessidades sejam atendidas de forma eficiente, conceituando desse modo o *soft law*:

> Apesar de não ter ainda, na doutrina internacionalista uma conceituação adequada do que seja soft law – que , em português, pode ser traduzida por direito plástico, direito flexível ou direito maleável –, pode-se afirmar que na sua moderna acepção ela compreende todas aquelas regras cujo valor normativo é menos constringente que o das normas jurídicas tradicionais, seja porque os instrumentos que as abrigam não detêm o status de "normas jurídicas", seja porque seus dispositivos, ainda que inseridos no quadro de instrumentos vinculantes, não criam obrigações de direito positivo aos Estados, ou não cria senão obrigações constringentes.[28]

Internacionais, concluída em Paris, em 17 de dezembro de 1997. Brasília, DF: Presidência da República, [2000]. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/d3678.htm. Acesso em: 29 out. 2025.

27 BRASIL. Congresso Nacional. Câmara dos Deputados. Projeto de Lei nº 7.033/2010. Altera a Lei nº 12.305, de 2 de agosto de 2010, que institui a Política Nacional de Resíduos Sólidos. Brasília, DF: Câmara dos Deputados, [2010]. Disponível em: https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=466400. Acesso em: 29 out. 2025.

28 MAZZUOLI, Valerio de Oliveira. *Curso de direito internacional público*. 15. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022. p. 157-158.

Constituem-se assim "normas" que, ao contrário do *hard law*, não possuem poderes para obrigar a submissão do indivíduo a ela. São os casos dos acordos não ratificados por um país, certificações, *raitings* entre outras métricas que *estabelecem critérios, metodologias e obrigadões que devem ser observados por aquele que as aplica*.

As instituições, sejam Estados, organizações, empresas privadas ou públicas, adotam voluntariedade nos padrões que estão à sua disposição – não há o caráter obrigatório, mas diante da necessidade, o utilizam. Adiantando-se o tema que será melhor explorado ao decorrer deste trabalho, uma empresa que pretende demostrar a sustentabilidade de sua instuição não põe contar apenas com os mecanismos da lei – omissos e não precisos sobre a classificação do assunto.

Em contrapartida, pode se utilizar *Global Reporting Initiative (GRI)*,[29] utilizando padrões de relatórios mundialmente reconhecidos como meios aptos a demonstrar o desempenho e medidas tomadas pela empresa. O ponto chave é *a empresa opta por tal uso de modo voluntário, não há qualquer tipo de exigência ou obrigação decorrente do uso dos padrões GRI.*

Quando a ciência avança mais rápido que a decisão política, normas flexíveis funcionam como ponte: padronizam informações (disclosure), estabelecem expectativas e criam incentivos reputacionais e financeiros. O *soft* law entra como um mecanismo utilizado na ausência de uma norma mais forte, sendo aplicado em um cenário de total voluntariedade do indivíduo.

Como exemplo no âmbito internacional, temos a Agenda 2030, plano este constituído na resolução 70 da Assembleia Geral da ONU. Seu conteúdo elenca os 17 ODS que devem orientar as instituições, sempre na busca para alcançar os fatores elencados – a título de

29 Com mais de 25 anos de atuação, os padrões Global Reporting Initiative (GRI) são os mais populares quando o tema é standarts de ESG, sendo a escolha de três quartos das 250 maiores empresas do mundo. Sobre o assunto. MCCALLA-LEACY, J.; GNÄNDIGER, J.-H. *The move to mandatory reporting*: survey of sustainability reporting 2024. [S. l.]: KPMG, 2024. p. 9

exemplo: erradicação da pobreza; cidades e comunidades sustentáveis e combate às alterações climáticas. Observe-se que estes não constituem uma regra, não há elemento mandatório. A própria ONU se refere à agenda como um "apelo global",[30] sendo sua aplicabilidade uma disposição voluntária da instituição interessada.[31]

Nesta perspectiva Marcelo Varella traz a ideia da "formação jurídica de normas privadas", as quais são estruturadas por grupos privados, reconhecidas e aplicadas no âmbito internacional – o próprio ente privado supre a ausência da lei, e regula o âmbito em que está instalado:

> Neste caso, não há participação do Estado, mas seu acordo ou tolerância explícita ou implícita sobre a existência dessas normas. As regulações produzidas por associações das empresas funcionam de uma forma paralela à regulação pública. A certificação exclusivamente privada é aceita pelo direito internacional, como as normas da Organização Mundial do Comércio para a verificação dos padrões reconhecidos pela International Standard Organisation, por exemplo. Isso quer dizer que os Estados aceitam como norma jurídica internacional uma regra produzida exclusivamente por empresas privadas, a partir do momento em que é aceita internacionalmente pelas empresas.[32]

---

30 ORGANIZAÇÃO DAS NAÇÕES UNIDAS. *Objetivos de Desenvolvimento Sustentável*: as Nações Unidas no Brasil. Brasília, DF: ONU, [2023]. Disponível em: https://brasil.un.org/pt-br/sdgs. Acesso em: 30 out. 2025.

31 T TREVISAM, Elisa; CRUCIOL JUNIOR, José. Objetivos do desenvolvimento sustentável: o direito humano e o suporte fático da rede da vida. *Revista Jurídica*, Curitiba, v. 4, n. 57, p. 328-354, out. 2019.

32 VARELLA, Marcelo Dias. *Direito Internacional Público*. 8. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2019.

No plano corporativo, a *soft law* assume forma ainda mais concreta por meio de padrões privados, frameworks e sistemas de *rating*. Esses mecanismos estruturam a divulgação de informações ESG e influenciam diretamente decisões de investimento e financiamento. A título de exemplo, cita-se o GRI, o International Financial Reporting Standards (IFRS[33], S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA)[34], entre outros.

3.1. O núcleo crítico: conflitos metodológicos e o risco de inconsistência (e de *greenwashing* estrutural).

Conforme já apontado, quando se trata de uma demanda criada e resolvida pelo mercado, o cenário que se encontra é uma grande variedade, trazendo a mesa de materiais excelentes. A construção de uma boa imagem e um bom resultado dependem sim da variedade, contudo, se não bem administrados, abrem o jogo para novos riscos.

A fim de tornar mais claro o tema, destaca-se que dentre as categorias de divulgação, há os *frameworks* – orientações sobre "'COMO' as informações devem ser preparadas e estruturadas, e de 'QUAIS' tópicos abrangentes são abordados" viabilizando a divulgação de informações – e os *standards* – "requerimentos específicos, detalhados e replicáveis sobre 'O QUE' deve ser reportado em cada tópico",[35] padronizando a coleta de dados.

---

33 Estabelecido nos anos 2000, o International Financial Reporting Standards (IFRS) é uma organização sem fins lucrativos que busca pela transparência de informações, a confiabilidade e uma melhora no mercado de investimentos. A organização foi criada pelo International Accounting Standards Board (IASB) e possui duas áreas de ênfase, contabilidade e sustentabilidade. IFRS FOUNDATION. IFRS: International Financial Reporting Standards. London: IFRS Foundation, [2026]. Disponível em: https://www.ifrs.org/. Acesso em: 31 mar. 2026.

34 A Standard & Poor's (S&P) é uma agência de rating financeiro criada em 1860 por Henry Varnum Poor sob o nome de Poor's Publishing, sendo que apenas em 1941 se fundiu com a Standard Statistics Bureau, oportunidade na qual assumiu o nome hoje conhecido. B3. S&P 500: o que é, significado e definição. São Paulo: Bora Investir, [2025]. Disponível em: https://borainvestir.b3.com.br/glossario/sp-500/. Acesso em: 1 out. 2025.

35 ISO. International Organization for Standardization. Geneva: ISO, [2026]. Disponível em: https://www.iso.org/.

De uso muito comum há também o *rating*, que constitui uma nota atribuída pela agência a uma empresa, quantificando o impacto das práticas adotadas pelas empresas, considerando os 3 pilares tratados. Por fim, o índice, constituindo indicadores que visam a classificação das empresas, permite o maior destaque daquelas que obtêm os melhores.

São os casos dos já citados *International Financial Reporting Standards* (IFRS) que, por meio do IASB (contabilidade) e do ISSB (sustentabilidade), estabelece normas voltadas à transparência e fidedignidade, focando em informações materiais que influenciem a decisão de investidores através dos padrões IFRS S1 e S2.

A S&P Global, por sua vez, como agência de rating utiliza o *Corporate Sustainability Assessment* (CSA), uma avaliação anual baseada em questionários específicos por área que analisam tópicos de sustentabilidade para atribuir notas divulgadas em seu Anuário. Outro exemplo que merece destaque é o *raiting* do London Stock Exchange Group (LSEG). Nomeado LSEG *Data & Analytics* (antigo Refinitiv), adota uma métrica de 0 a 100 baseada em 23 tópicos controversos de ESG; diferentemente da S&P, sua estrutura não utiliza formulários, mas sim a análise de dados públicos atualizados semanalmente, tornando as pontuações definitivas apenas após o ciclo dos últimos cinco relatórios.[36]

O cuidado é preciso ao pontuar que, mesmo que com objetivos similares entre si como transparência, contabilidade e segurança, as metodologias por elas estabelecidas podem ser extremamente estranhas umas às outras.

Tal divergência é natural, esperada e faz parte do processo. Trata-se de diversas camadas que, acabam por influenciar indicadores no que trata de suas exigências, princípios e elementos a serem ponderados.

---

36 LSEG. Environmental, social and governance scores from LSEG: methodology. [S. l.]: LSEG, 2024. Disponível em: https://www.lseg.com/content/dam/data-analytics/en_us/documents/methodology/lseg-esg-scores-methodology.pdf. Acesso em: 3 out. 2025.

Considere-se, em primeiro plano, a entidade autora por si. Não é possível negar que a estrutura elaborada por uma instituição vinculada ao PNUMA terá os mesmos critérios que aqueles desenvolvidos pelo LSEG. Embora se busque a transparência em uma perspectiva macro sobre o ESG, no nível micro, as entidades possuem finalidades distintas que resultam em informações muito pontuais.

Aponta-se inclusive que tais especificidades – mesmo que elaboradas a fim de sanar os interesses de suas gestoras – podem e são extremamente exploradas pelas empresas. Estas usam diferentes normativas e diretrizes levando em consideração o que cada metodologia oferece e como pode melhor se adequar ao seu cenário. Reitera-se, não existe regra certa, levando muitas vezes à combinação de diferentes normas, a fim de se demonstrar um único conceito.

Para exemplificar tal comportamento, o presente destaca o relatório de sustentabilidade da Natura referente ao ano de 2024. Este conta com diversas normas e diretrizes utilizadas a fim de representar o desenvolvimento e desempenho da empresa naquele ano.

O destaque abaixo constitui quadro extraído do referido relatório onde a Natura traz ao leitor quais as normas utilizadas para embasar os resultados apresentados. É interessante observar que seu reporte se baseia em dois critérios: o reporte financeiro e o reporte não financeiro – ambos contando com métricas diversas como GRI ou mesmo os próprios objetivos de desenvolvimento sustentável da ONU.

Ao apresentar seus resultados ao mercado a empresa estudada não se limita à apenas uma estrutura. A diversidade de fontes é utilizada exatamente para enriquecer a mensuração do seu avanço e desenvolvimento no meio do ESG:[37]

---

37 NATURA &CO. Relatório integrado Natura &Co 2024. São Paulo: Natura &Co, 2024. p. 6. Disponível em: https://images.rede.natura.net/html/relatorio-anual/2024/Relatorio-Integrado-Natura-e-Co-2024.pdf. Acesso em: 31 mar. 2026.

Figura 1 – Normas bases utilizadas pela Natura

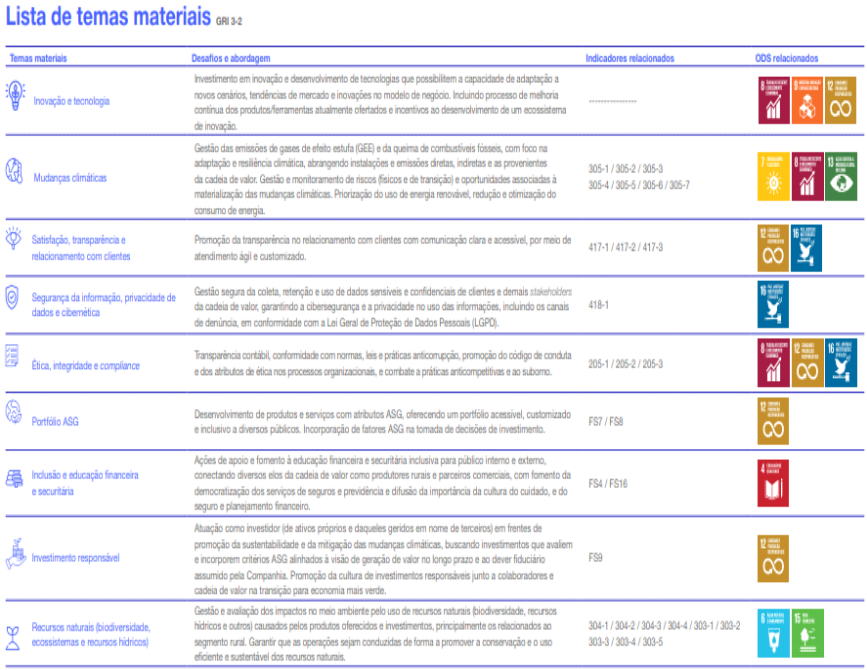


Fonte: NATURA&CO. Relatório Integrado Natura &Co 2024. p. 6, [s.d.].

E a Natura não é a única, o relatório de sustentabilidade de 2024 da Brasilseg, por exemplo, traz como normativas orientadoras a GRI, os Princípios para Sustentabilidade em Seguros (PSI), diretrizes de Relato Integrado da IFRS Foundation, requisitos da Circular 666/2022 da Sucesp, dez princípios do Pacto Global e, por fim, as ODS – todas relacionadas a setores específicos.[38]

38 BRASILSEG. *Relatório de sustentabilidade 2024*. São Paulo: Brasilseg, 2024. p. 6. Disponível em: https://assets-bbseguros.cld.brasilseg.com.br/2025-04/Brasilseg_RS2024_D6_final_0.pdf. Acesso em: 31 mar. 2026.

Figura 2 – Normas bases utilizadas pela Brasilseg



Lista de temas materiais GRI 3-2

Temas materiais	Desafios e abordagem	Indicadores relacionados	ODS relacionados
Inovação e tecnologia	Investimento em inovação e desenvolvimento de tecnologias que possibilitem a capacidade de adaptação a novos cenários, tendências de mercado e inovações no modelo de negócio. Incluindo processo de melhoria contínua dos produtos/ferramentas atualmente ofertados e incentivos ao desenvolvimento de um ecossistema de inovação.	----------	
Mudanças climáticas	Gestão das emissões de gases de efeito estufa (GEE) e da queima de combustíveis fósseis, com foco na adaptação e resiliência climática, abrangendo instalações e emissões diretas, indiretas e as provenientes da cadeia de valor. Gestão e monitoramento de riscos (físicos e de transição) e oportunidades associadas à materialização das mudanças climáticas. Priorização do uso de energia renovável, redução e otimização do consumo de energia.	305-1 / 305-2 / 305-3 305-4 / 305-5 / 305-6 / 305-7	
Satisfação, transparência e relacionamento com clientes	Promoção da transparência no relacionamento com clientes com comunicação clara e acessível, por meio de atendimento ágil e customizado.	417-1 / 417-2 / 417-3	
Segurança da informação, privacidade de dados e cibernética	Gestão segura da coleta, retenção e uso de dados sensíveis e confidenciais de clientes e demais *stakeholders* da cadeia de valor, garantindo a cibersegurança e a privacidade no uso das informações, incluindo os canais de denúncia, em conformidade com a Lei Geral de Proteção de Dados Pessoais (LGPD).	418-1	
Ética, integridade e compliance	Transparência contábil, conformidade com normas, leis e práticas anticorrupção, promoção do código de conduta e dos atributos de ética nos processos organizacionais, e combate a práticas anticompetitivas e ao suborno.	205-1 / 205-2 / 205-3	
Portfólio ASG	Desenvolvimento de produtos e serviços com atributos ASG, oferecendo um portfólio acessível, customizado e inclusivo a diversos públicos. Incorporação de fatores ASG na tomada de decisões de investimento.	FS7 / FS8	
Inclusão e educação financeira e securitária	Ações de apoio e fomento à educação financeira e securitária inclusiva para público interno e externo, conectando diversos elos da cadeia de valor como produtores rurais e parceiros comerciais, com fomento da democratização dos serviços de seguros e previdência e difusão da importância da cultura do cuidado, e do seguro e planejamento financeiro.	FS4 / FS16	
Investimento responsável	Atuação como investidor (de ativos próprios e daqueles geridos em nome de terceiros) em frentes de promoção da sustentabilidade e da mitigação das mudanças climáticas, buscando investimentos que avaliem e incorporem critérios ASG alinhados à visão de geração de valor no longo prazo e ao dever fiduciário assumido pela Companhia. Promoção da cultura de investimentos responsáveis junto a colaboradores e cadeia de valor na transição para economia mais verde.	FS9	
Recursos naturais (biodiversidade, ecossistemas e recursos hídricos)	Gestão e avaliação dos impactos no meio ambiente pelo uso de recursos naturais (biodiversidade, recursos hídricos e outros) causados pelos produtos oferecidos e investimentos, principalmente os relacionados ao segmento rural. Garantir que as operações sejam conduzidas de forma a promover a conservação e o uso eficiente e sustentável dos recursos naturais.	304-1 / 304-2 / 304-3 / 304-4 / 303-1 / 303-2 303-3 / 303-4 / 303-5	

Fonte: BRASILSEG. Relatório de Sustentabilidade 2024. p. 6, [s.d.].

Tais levantamentos são relevantes para o presente, pois evidenciam a complexidade da realidade em que o tema se insere. Sim, a diversidade de normativas exige uma atenção precisa sobre quais critérios estão sendo observados, como e por quê. Contudo, tais divergências permitem que as empresas utilizem quesitos mais específicos e que melhor reflitam determinado negócio.

Entretanto, um cenário positivo não é a regra, sendo que divergências se mostram prejudiciais quando o tópico em pauta é o rating. Baseando-se no trabalho *Aggregate confusion: The divergence of ESG rating, em 2023 foi publicado um estudo na Revista Eletrônica do Departamento de Ciências Contábeis e do Departamento de Atuária e Métodos Quantitativos da FEA que observou exatamente a forma como diferentes bases podem trazer diferentes entendimentos sobre um mesmo tema, focando nas agências Refinitiv (atual LEGD) e S&P*

analisadas pelo grupo do MIT, aplicando-as na análise e comparação de bancos brasileiros.

O estudo utilizou o modelo produzido por BERG, KOELBEL e RIGOBON aprofundando-se na metodologia, o peso e o escopo de cada fato *raiting*. Para tal observa-se as diferenças de escopo, de metodologia e peso de cada estrutura (*scope, measurement e wheight)*.[39] Dando destaque as divergências pontuais são possíveis pontuar com exatidão que "melhorar as pontuações com um provedor de rating não resultará necessariamente em pontuações melhores em outro" (tradução livre).[40]

Observe-se as comparações elaboradas pelos grupos.

Tabela 1. Divergências de Pesos.

Agência/Fatores	**S&P**	**Refinitiv**
Ambiental	13%	14,4%
Social	32%	49,6%
Governança	55%	36%

Fonte: MARTININGO FILHO et. al (2023. p.12)

Quadro 2. Divergências de Escopo.

Agência/Fatores	S&P	Revinitiv
Ambiental	Estratégia Climática Relatório Ambiental Eficiência Eco operacional	Emissões Uso de Recursos Inovação
Social	Capital Humano Atração e retenção de talentos Inclusão financeira Práticas trabalhistas Cidadania e filantropia Direitos humanos Saúde e segurança Relatórios sociais	Força de trabalho Direitos humanos Comunidade Responsabilidade do produto

39 BERG, Florian; KÖLBEL, Julian F.; RIGOBON, Roberto. Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings. *Review of Finance*, v. 26, n. 6, p. 1315–1344, nov. 2022.

40 *Ibidem*, p.1343

Governança	Governança corporative Finanças sustentáveis Códigos de conduta empresariais Gerenciamento de riscos e crises Políticas anticrime Segurança da informação Materialidade Influência política Outro	Gerenciamento Acionistas Estratégia de CSR (Corporate Social Responsability)

Fonte: MARTININGO FILHO et. al (2023. p.12)

Adicionalmente, as metodologias S&P e Refinitiv não possuem os mesmos processos para o cálculo das pontuações. Enquanto a primeira utiliza a soma ponderada de indicadores previamente normalizados, a outra usa um sistema de classificação percentual, comparando o desempenho das empresas entre elas. [41]

Tais diferenças levam a uma conclusão clara: não há como atribuir notas iguais ou similares quando estas são construídas sobre valores distintos. Uma realidade como esta resulta em rankings diferentes onde a empresa "A" tem maior rating por uma agência, e, em contrapartida, é a pior no outro. Foi exatamente isso o que foi comprovado no estudo ao realizar a comparação de resultados entre quatro bancos.[42]

Tabela 2. Divergências de Pesos.

Banco do Brasil			**Bradesco**		**Itaú**		**Santander**	
Agência	**Refinitiv**	**S&P**	**Refinitiv**	**S&P**	**Refinitiv**	**S&P**	**Refinitiv**	**S&P**
Rating	75	96	84	97	87	94	91	42
Ambiental	83	93	86	95	84	93	78	49
Social	85	94	89	98	93	93	90	40
Governança	58	96	75	96	80	92	96	41

Fonte: MARTININGO FILHO *et. al* (2023. p.16)

41 BERG, Florian; KÖLBEL, Julian F.; RIGOBON, Roberto. Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings. *Review of Finance*, v. 26, n. 6, p. 1315–1344, nov. 2022. p.13

42 *Ibidem*, p. 14-16

Conforme tabela acima, se observada a escala Refinitiv, temos em ordem do melhor para o pior desempenho: Santander, Itaú, Bradesco e Banco do Brasil. Porém, ao observar o S&P temos a ordem Bradesco, Banco do Brasil, Itaú e Santander.

As maiores discrepâncias observadas são os bancos Banco do Brasil (BB) e Santander. O BB se diferencia em peso quando a matéria apreciada é a governança, onde sua média se mostra bem abaixo das demais entidades, prejudicando seu desempenho em geral. Quando ao Santander, a disparidade é nítida em todos os fatores. O desempenho do banco quando analisado pelo S&P é extremamente baixo em comparação com os demais, e mesmo assim, se encontra na melhor posição nas métricas da Refinitv.[43]

A comparação entre os exemplos aqui apresentados concretiza o paradoxo inicialmente apontado neste trabalho. Sim, o mercado não pode esperara morosidade do direito avançar, e quase como um organismo próprio este se adapta e evolui conforme as demandas a ele impostas.

Contudo, o estabelecimento e reconhecimento de diferentes metodologias é um tema profundo e que merece atenção minuciosa ao ser estudado.

Nesse sentido, a parte mais sofisticada (e que merece ficar no centro do artigo) é o diagnóstico de que a proliferação de métricas produz um paradoxo: mais informação pode gerar mais transparência, mas também pode gerar *inconsistência, ruído e arbitrariedade*.

Isso não é detalhe técnico: se dois avaliadores atribuem posições opostas à mesma instituição, o mercado perde capacidade de inferir risco e impacto; e a empresa ganha espaço para selecionar a métrica que melhor performa (fenômeno de "shopping" de frameworks).[44] Em última instância, abre-se espaço para um *greenwashing*

---

43 BERG, Florian; KÖLBEL, Julian F.; RIGOBON, Roberto. Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings. *Review of Finance*, v. 26, n. 6, p. 1315–1344, nov. 2022.

44 BONGAERTS, Dion; CREMERS, K. J. Martijn; GOETZMANN, William N. Tiebreaker: certification and multiple credit ratings. *The Journal of Finance*, v. 67, n. 1, p. 113-152, fev. 2012.

não apenas publicitário, mas *epistemológico*: o problema deixa de ser "mentir" e passa a ser "medir de modo conveniente".

Pontua-se ainda, como pode ser possível trazer segurança a esse meio? Se de seu interesse um investidor estuda e busca compreender ao máximo a matéria, criando uma base de conhecimento com que lhe permite analisar devidamente os relatórios apresentados pelas empresas. Nesse cenário, um relatório bem estruturado, utilizando-se de diferentes métricas refletindo uma auditabilidade e transparência precisa, cumpre seu papel.

Um leigo, em contrapartida, está muito mais vulnerável a tal tipo de material. Em primeiro, no consumo diário não se busca o conteúdo detalhado e extenso do conhecido compliance. As informações estão extremamente atreladas às propagandas e breves destaques realizados nos próprios produtos, como os selos de certificações destacados.

A análise elementar para compreender o que de fato significa a afirmação do fornecedor sobre sua "sustentabilidade" não existe, ela é muito profunda para tal. Quais são as exigências de tal selo? Qual a razão para a atribuição de determinada nota para uma empresa? Quais os requisitos cumpridos para que determinada instituição reconheça a empresa como ESG? Os parâmetros dessa instituição são adequados?

Retomando a análise anteriormente destacada, um leigo não possui conhecimento para compreender de fato o relatório apresentado pela Natura, do mesmo modo que não consegue julgar com precisão as razões pelas quais o Banco do Brasil é ou não uma empresa de destaque no meio empresarial, sendo refém das notas conflitantes a ele atribuídas.

Todos estes questionamentos são essenciais, contudo, sem uma definição sólida sobre o que é ser uma empresa ESG, sem o conhecimento técnico específico para tal, acaba tornando frágil o ambiente em que se divulga e atribui notas e conceitos ao comércio.

Por isso, o artigo precisa afirmar com clareza: a governança da sustentabilidade não é apenas "ter padrões", mas construir *coerência,*

comparabilidade e auditabilidade. Caso contrário, o ESG pode se tornar mais uma gramática de legitimidade do que um mecanismo real de transição.

Conclusão.

A evolução do tratamento da sustentabilidade, conforme exposta, revela três questões principais: 1. A sustentabilidade nasce de um encontro entre ciência, sociedade e política internacional, mas permanece marcada por tensões distributivas e por repetição institucional: documentos se acumulam mais rápido do que implementações; 2- O ESG consolida-se como linguagem empresarial, por ser um modelo de implementação. Logo, não substitui o desenvolvimento sustentável, mas traduz demandas socioambientais em mecanismos de governança e risco — úteis ao mercado, porém insuficientes como prova de impacto; 3. *Hard law* e *soft law* atuam conjuntamente: o primeiro fornece vinculatividade e legitimidade; o segundo fornece velocidade, padronização e incentivo reputacional. O problema central passa a ser a fricção entre múltiplos padrões e a consequente instabilidade de métricas, que pode comprometer a confiança do sistema.

A partir dessa leitura, o caminho mais realista não é escolher entre Estado e mercado, mas reconhecer a necessidade de arranjos híbridos: *hard law* como espinha dorsal (deveres mínimos e responsabilização) e *soft law* como infraestrutura operacional (*disclosure*, comparabilidade, instrumentos de transição). O êxito do modelo depende menos de "mais selos" e mais de convergência metodológica, transparência sobre pesos/escopos e mecanismos robustos de verificação. Sem isso, corre-se o risco de caminhar para uma sustentabilidade apenas narrativa — exatamente o tipo de futuro silencioso que a própria genealogia do tema buscou evitar.

O CONFLITO DE INTERESSES AUTODECLARATÓRIO NA ASSEMBLEIA DE COTISTAS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO[1]

THE SELF-DECLARED CONFLICT OF INTEREST IN INVESTMENT FUND SHAREHOLDERS' MEETINGS

João Ricardo Tavares Oliveira*

Resumo: O artigo analisa o regime jurídico do conflito de interesses autodeclaratório nas assembleias de cotistas de fundos de investimento, introduzido pela Resolução CVM nº 175/2023. A partir de uma perspectiva comparada com o direito societário, o estudo discute a natureza formal do impedimento de voto, a obrigação de autodeclaração do cotista e o dever de lealdade como fundamentos ético-jurídicos dessa obrigação. Examina-se também o papel do administrador fiduciário como *gatekeeper* no controle e prevenção de abusos, especialmente diante de omissões do cotista conflitado. Conclui-se que o novo regime prioriza o controle ex ante dos conflitos, fortalecendo a autonomia dos cotistas e a integridade do processo deliberativo nos fundos de investimento, sem afastar a incidência da responsabilidade civil e da anulação de deliberações em caso de violação dos deveres de lealdade e autodeclaração.

Palavras-chave: Fundos de investimento. Conflito de interesses. Autodeclaração de impedimento. Dever de lealdade. Administrador fiduciário. Resolução CVM nº 175/2023.

Abstract: The article analyzes the legal framework of self-declared conflicts of interest in investment fund shareholders' meetings,

---

1 Artigo recebido em: 09.10.2025 e aceito em: 18.05.2026.

* Mestre em Direito Comercial pela Faculdade de Direito da USP. LL.M em Direito Empresarial pela FGV/Rio. Advogado, sócio do escritório Buril, Tavares e Holanda Advogados. E-mail: joao@bth.adv.br

introduced by CVM Resolution No. 175/2023. From a comparative corporate law perspective, it discusses the formal nature of voting restrictions, the investor's duty of self-declaration, and the fiduciary duty of loyalty as ethical and legal foundations of this mechanism. It also examines the role of the fiduciary administrator as a gatekeeper responsible for monitoring and preventing abuses, especially when investors fail to disclose conflicts. The study concludes that the new framework favors ex ante conflict control, reinforcing investor autonomy and the integrity of collective decision-making within investment funds, while maintaining civil liability and the annulment of resolutions in cases of breaches of loyalty or self-declaration duties.

Keywords: Investment funds. Conflict of interest. Self-declaration of impediment. Duty of loyalty. Fiduciary administrator. CVM Resolution No. 175/2023.

Sumário: Introdução. 1. O conflito de interesses dos cotistas de fundos de investimento e as novas feições trazidas pela resolução nº 175 da CVM. 2. Breves linhas sobre o conflito de interesses no exercício do direito de voto. 3. O exercício da autodeclaração: o impedimento absoluto e o conflito de interesses formal. 4. A obrigação da autodeclaração e o dever de lealdade. 5. O papel do administrador fiduciário diante do conflito de interesses auto declaratório. Conclusão.

Introdução.

No âmbito do Direito das Sociedades, o tema do conflito de interesses em assembleias de acionistas e a consequente vedação ao direito de voto é um velho conhecido da doutrina e da jurisprudência brasileira. Na Comissão de Valores Mobiliários, por exemplo, o assunto é protagonista de um dos debates mais antigos e controversos da autarquia, qual seja, se o conflito de interesses é formal ou material.

Dentro do contexto dos fundos de investimento, o desenvolvimento dessa indústria no Brasil – que se tornou, ressalte-se, uma das mais relevantes do mundo, tendo um patrimônio acumulado de mais de R$ 10 trilhões[2] - naturalmente trouxe um aumento de controvérsias dentro desses veículos de investimento.

É bem verdade que, contrastando com o crescimento pujante nos últimos anos, o regime jurídico dos fundos de investimento no Brasil foi marcado, desde o surgimento, por uma série de indefinições. Como pontuado por Otávio Yazbek,[3] "em alguma medida, tais indefinições são decorrência da forma pela qual se organizou, desde o seu início, a chamada indústria dos fundos de investimento: a partir de um arcabouço legal por demais vago e apoiada, em larga medida, em regulamentação estatal (até 2001, pelo Banco Central do Brasil e, a partir de então, pela Comissão de Valores Mobiliários)."

Além disso, a matéria do conflito de interesses é bastante comum dentro do mercado de valores mobiliários, especialmente dentro da realidade brasileira, onde, a despeito do expressivo crescimento nos últimos anos, ainda é caracterizado por um número baixo de ativos, investidores e prestadores de serviços, não sendo raro, inclusive, que muitos desempenhem mais de uma função.

Sendo assim, temas e debates bem sedimentados em outras áreas do direito não encontram as mesmas fundações quando importados para a realidade dos fundos de investimento. É exatamente esse o caso do conflito de interesses nas assembleias de cotistas, que, após a edição da Resolução CVM nº 175, ganhou novas feições – algumas delas inéditas no direito brasileiro - e, por consequência, novos problemas que demandam a construção teórica e dogmática necessária para a obtenção das respostas.

---

2 ANBIMA. *Boletim de Fundos de Investimento*. Julho de 2025.

3 YAZBEK, Otávio. A lei nº 13.874/2019 e os fundos de investimento. In: SALOMÃO, Luís Felipe; VILLAS BÔAS CUEVA, Ricardo; FRAZÃO, Ana (coord.). *Lei de liberdade econômica e seus impactos no direito brasileiro*. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020. p. 551.

Apesar da abrangência que o tema "conflito de interesses" proporciona – principalmente dentro da realidade dos fundos de investimento, onde os debates são escassos – o presente trabalho tem por objetivo analisar apenas um dos aspectos que orbitam o assunto: o conflito de interesses auto declaratório pelo cotista em assembleia, inaugurado no ordenamento jurídico brasileiro pelo artigo 78, §2º da Resolução CVM nº 175.[4]

Dentro dos limites atribuídos ao tema deste artigo, iremos, em primeiro lugar, abordar as inovações trazidas pela Resolução CVM nº 175 para a matéria do conflito de interesses. Em seguida abordaremos a dinâmica procedimental do exercício da autodeclaração do impedimento de voto, bem como a natureza formal do conflito de interesses de cotistas dentro dos fundos de investimento. A partir da manifestação autodeclarada, será analisada a existência de um dever de lealdade do cotista de fundos de investimento, análogo ao encontrado no direito societário, bem como as eventuais sanções pelo descumprimento da obrigação de revelar o impedimento. Por fim, será investigado o papel do administrador fiduciário no conflito de interesses auto declaratório pelo cotista.

1. O conflito de interesses dos cotistas de fundos de investimento e as novas feições trazidas pela resolução nº 175 da CVM.

Os fundos de investimento no Brasil, muito embora sejam o principal instrumento de investimento coletivo disponibilizado no mercado, não são, de modo geral, objetos de uma lei específica[5]. Na verdade, a primeira lei se debruçou sobre a figura dos fundos de in-

---

4 Art. 78, § 2º da Resolução CVM nº 175 - Previamente ao início das deliberações, cabe ao cotista de que trata o inciso IV do caput declarar à mesa seu impedimento para o exercício do direito de voto.

5 A exceção ao cenário de escassez legislativa acerca dos fundos de investimento foi a promulgação da Lei 8.668/1993, que instituiu o regime dos Fundos de Investimentos Imobiliários, objetivando estimular a captação da poupança popular, bem como o setor da construção civil.

vestimento como regra geral – e de modo incipiente, ressalte-se – foi a Lei 13.874/2019 (Lei de Liberdade Econômica), que inseriu um capítulo próprio no Código Civil para tratar dos aludidos veículos coletivos de investimento.[6]

Apenas recentemente, em 2023, a Comissão de Valores Mobiliários, por meio da edição de sua Resolução nº 175, trouxe um regime abrangente de normas gerais aplicáveis a todos os fundos de investimento, sistematizando e consolidando, em um único diploma legal, as regras esparsas que versavam sobre esses veículos de investimento.

Foi a partir desse contexto que a regulamentação das assembleias dos cotistas e, em especial, a vedação ao exercício do voto em conflito de interesse pelo cotista foi incorporada ao ordenamento jurídico geral dos fundos de investimento. É importante destacar que, o estabelecimento de regras expressas sobre conflitos de interesse do cotista é uma inovação implementada pela Resolução nº 175, haja vista que as normas que a precederam não continham previsão similar.

O artigo 78, IV da Resolução nº 175 dispõe que "não podem votar nas assembleias de cotistas, o cotista que tenha interesse conflitante com o fundo, classe ou subclasse no que se refere à matéria em votação". De imediato é possível identificar a forte influência que o artigo 115, §1º da Lei 6.404/76[7] exerceu na redação da norma aplicá-

---

6 A Lei de Liberdade Econômica incorporou ao Código Civil uma espécie de regime geral dos fundos de investimento, trazendo, em apenas quatro artigos (Art. 1.368-C ao Art. 1.368-F) algumas inovações – como a criação da classe de cotas – como também algumas questões que trouxeram mais controvérsias – como o caso da natureza jurídica dos fundos e a responsabilidade dos prestadores de serviços.

7 Art. 115. O acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia; considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas.
§ 1º o acionista não poderá votar nas deliberações da assembleia geral relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social e à aprovação de suas contas como administrador, nem em quaisquer outras que puderem beneficiá-lo de modo particular, ou em que tiver interesse conflitante com o da companhia. (grifos nossos)

vel aos fundos, não obstante o fato de, ao contrário da legislação societária, a resolução da CVM não falar em benefício particular e, até mesmo, em voto abusivo.

A nova roupagem que a Resolução nº 175 deu ao impedimento de voto em conflito de interesses, quando comparado com o Direito Societário, é extraída da leitura do Art. 78, §1º, II e do Art. 78, §2º. O primeiro dispositivo legal prescreve que a vedação ao voto em conflito de interesses na assembleia de cotistas poderá ser afastada se "houver aquiescência expressa da maioria dos demais cotistas do fundo, da mesma classe ou subclasse, conforme o caso, que pode ser manifestada na própria assembleia ou constar de permissão previamente concedida pelo cotista, seja específica ou genérica, e arquivada pelo administrador." O segundo, por sua vez, menciona que, previamente ao início das deliberações, cabe ao cotista conflitado declarar à mesa o seu impedimento para o exercício do direito de voto.

Sem entrar ainda no mérito das soluções normativas propostas pela CVM na referida Resolução, o fato é que ambos os artigos apontados revelam, até certo ponto, uma inovação no tratamento do conflito de interesses em assembleias de cotistas. Ocorre, todavia, que a ideia por trás da redação daqueles mandamentos legais foi gestada dentro do regime jurídicos aplicado aos fundos de investimentos imobiliários ("FIIs") e aos fundos de investimento em participações ("FIPs").

Os fundos de investimentos imobiliários - na contramão do cenário normativo aplicável aos fundos em geral, como já dito – foram instituídos por lei própria, a Lei 8.668 de 1993. Já nessa lei, o artigo 12, VII proibiu expressamente os administradores de FIIs "realizar operações do fundo quando caracterizada situação de conflito de interesse entre o fundo e a instituição administradora, ou entre o fundo e o empreendedor."

No entanto, em 2008, a CVM – órgão regulador da matéria - após audiência pública,[8] contemplou a possibilidade de operações

8 No Relatório da Audiência Pública SDM 01/08, a CVM se manifestou da seguinte forma: "*A*

entre o fundo e o administrador ou pessoas a ele ligadas serem avaliadas de maneira informada, pelos cotistas, e aprovadas previamente à sua execução.[9]

Essa solução encontrada pela Comissão de Valores Mobiliários foi uma resposta ao problema de engessamento que a vedação às operações em conflito de interesses pelos administradores promovia no mercado de fundos imobiliários. Foi observado que esse tipo de concentração na indústria imobiliária é muito comum e que a vedação pura e simples poderia gerar distorções impeditivas do desenvolvimento do setor, sendo assim, o centro decisório acerca de matérias eivadas de conflitos de interesses foi deslocado dos administradores e gestores para a assembleia de cotistas.[10]

A partir de então, as instruções normativas posteriores editadas pela CVM que tratavam dos fundos de investimento imobiliário, passaram a nomear as assembleias gerais de cotistas como os foros pertinentes para a análise, discussão e aprovação de eventuais operações entre administradores em conflito de interesses.

CVM entende que a Lei nº 8.668, de 1993, veda ao administrador do fundo realizar negócios em situação de conflito de interesses, mas não veda à assembleia de cotistas a análise e a aprovação de tais negócios. Desta forma, entende que o proposto pela Minuta é juridicamente compatível com o disposto na Lei nº 8.668, de 1993.No entanto, em função das manifestações de diversos participantes, muitos deles administradores de fundos imobiliários, embora não tenha vedado terminantemente os negócios em situação em que exista conflito de interesses entre administrador e fundo, tornou seu processo de aprovação mais rigoroso. A atual redação do art. 34, combinada com o art. 20, parágrafo único, da Instrução exige que tais atos sejam especificamente aprovados, em assembleia geral previamente à realização do negócio, por cotistas que representem, no mínimo, metade das cotas emitidas, e que os cotistas estejam informados a respeito da situação de conflito." (Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2008/sdm0108.html. Acesso em: 09 dez. 2023).

9 DIAS, Luciana; TRANCOSO, Maria Clara. Panorama dos fundos de investimento imobiliário no Brasil. *In*: HANZMANN, Felipe (org.). *Atualidades em direito societário e mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2016. p. 260.

10 YAZBEK, Otávio; DUARTE, Anelise Paschoal Garcia. Novamente o conflito de interesses: o caso dos fundos de investimento imobiliário. *In*: KUYVEN, Fernando (coord.). *Direito dos fundos de investimento*. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2023. p. 504.

O mesmo recurso foi aplicado aos Fundos de Investimento em Participações. A Instrução CVM nº 578/2016, que trata dos FIPs, dentre as várias estratégias para lidar com os conflitos de interesses, exige que certas operações, em que a multiplicidade de interesses potencialmente antagônicos se coloca de modo mais acentuado, sejam submetidas à aprovação da assembleia de cotistas.[11]

Considerando, portanto, a evolução do tratamento normativo que foi dado ao conflito de interesses nos FIIs e FIPs, é fácil enxergar que a opção adotada pela Resolução nº 175, foi no sentido de fixar como regra geral o que já se aplicava em situações específicas, por meio da adoção de uma sistemática na qual o cotista que estiver conflitado fica impedido de votar sobre a matéria em conflito, salvo se a assembleia permitir o voto do cotista conflitado.

A novidade, contudo, surge na figura dos personagens cuja norma é direcionada: os cotistas e a comunhão de cotistas. Como visto, o controle feito pelas assembleias de cotistas sobre os votos em conflito de interesses se davam exclusivamente em relação aos prestadores de serviços dos fundos de investimento.

Inovação ainda maior trazida pela nova resolução da CVM foi a criação do regime do conflito de interesses auto declaratório, onde compete ao próprio cotista a declaração de seu impedimento de voto em relação a uma determinada matéria submetida à apreciação da assembleia geral, sem prejuízo da apuração de sua responsabilidade em caso de descumprimento dessa regra.

O cenário do surgimento dessa regra do conflito de interesses auto declaratório também surge a partir de debates e propostas travados em audiência pública promovida pela CVM. No relatório da Audiência Pública SDM 07/14, cujo tema foi a alteração de alguns dispo-

---

11 Art. 24. Compete privativamente à assembleia geral de cotistas deliberar sobre:
XII - a aprovação dos atos que configurem potencial conflito de interesses entre o fundo e seu administrador ou gestor e entre o fundo e qualquer cotista, ou grupo de cotistas, que detenham mais de 10% das cotas subscritas;

sitivos acerca da divulgação de informações e governança dos Fundos de Investimento Imobiliário, a CVM se manifestou categoricamente atribuindo ao cotista o dever de declarar o próprio impedimento de voto quando estiver em conflito de interesses.[12]

O mesmo entendimento foi novamente reproduzido na Audiência Pública SDM 08/20[13] – que precedeu a Resolução nº 175 – na qual, quando instada a se manifestar acerca da matéria do conflito de interesses dos cotistas, a CVM explicou que:

> Em resposta ao conjunto de manifestações, a opção na regra geral foi no sentido de se fazer uma escolha pragmática, por meio da adoção de uma sistemática na qual o cotista que estiver conflitado fica impedido de votar sobre a matéria em conflito, observado que a assembleia é soberana para permitir o voto do cotista conflitado (art. 78, § 1º, II); e o conflito é auto declaratório, cabendo ao cotista declará-lo à Mesa da assembleia (art. 78, § 2º). Essa opção, alinhada a recente precedente julgado pelo Colegiado da CVM, tem em conta que, diversamente do que ocorre com as companhias, no que se refere aos fundos inexistem previsões legais expressas acerca do exercício abusivo do direito de voto e, ainda, de ressarcimento ao fundo das vantagens que um cotista auferir com seu voto em situação de conflito.

---

12 Como é possível observar do Relatório da Audiência Pública SDM 07/154: "*Ao analisar a proposta da Minuta para o art. 24, § 1º, VI, da Instrução CVM nº 472, de 2008, a Rio Bravo apontou que não estaria claro se caberia ao próprio cotista declarar o seu impedimento de voto ou se caberia ao administrador e aos demais cotistas indicar o conflito de interesses.*" Em resposta ao apontamento suscitado, a CVM informou a posição adotada que acabou desaguando na criação da regra do conflito de interesses auto declaratório. (disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2014/sdm0714.html. Acesso em: 10 dez. 2023).

13 Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2020/sdm0820.html. Acesso em: 10 dez. 2023.

Por fim, embora não façam parte do objeto deste trabalho, vale destacar também a previsão de mais uma regra para os conflitos de interesse dos cotistas, todavia, dentro das classes de cotas exclusivamente destinadas a investidores profissionais. Segundo o artigo 114 da Resolução CVM nº 175, o regulamento pode afastar, total ou parcialmente, as hipóteses de vedação ao direito a voto em assembleia de cotistas, conforme dispostas no art. 78.

Esse, portanto, o contexto das novas regras inseridas pela Resolução CVM nº 175 para tratar, de modo inédito, do conflito de interesses dentro das assembleias de cotistas de fundos de investimento de um modo geral.

2. Breves linhas sobre o conflito de interesses no exercício do direito de voto.

Antes de adentrar o exame da sistemática instituída pela Resolução CVM nº 175, convém revisitar, ainda que em breves linhas, os contornos gerais do conflito de interesses no exercício do direito de voto, tal como desenvolvidos no âmbito do direito societário, berço das construções teóricas que, inevitavelmente, informam a leitura das normas aplicáveis aos fundos de investimento.

O direito de voto é o instrumento por excelência da participação do acionista na formação da vontade social. Não se trata, contudo, de um direito absoluto ou de exercício inteiramente livre. O art. 115, *caput*, da Lei nº 6.404/76 prescreve que o acionista deve exercer o direito de voto no interesse da companhia, reputando abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para os demais acionistas.

Em outras palavras, muito embora o voto seja atribuído ao acionista para a tutela de seus próprios interesses enquanto membro da organização, o seu exercício encontra justificação e limite no inte-

resse da companhia, vale dizer, o interesse comum dos sócios, *uti socii*.[14] É justamente da tensão entre o interesse extrassocial do votante e o interesse da sociedade que emerge a figura do conflito de interesses: haverá conflito sempre que o sócio não puder perseguir o seu interesse pessoal na deliberação sem sacrificar o interesse social, revelando-se ambos inconciliáveis quanto à matéria posta em votação.

Para lidar com essas situações, o §1º do art. 115 da Lei nº 6.404/76 enumera as hipóteses em que o acionista não poderá votar: (i) nas deliberações relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social; (ii) na aprovação de suas contas como administrador; (iii) nas deliberações que puderem beneficiá-lo de modo particular; e (iv) naquelas em que tiver interesse conflitante com o da companhia.

Quanto às duas primeiras hipóteses, a doutrina é uníssona: trata-se de impedimentos de voto propriamente ditos, verdadeiras proibições absolutas, objetivamente tipificadas pelo legislador, cuja verificação se dá *ex ante*, isto é, antes e independentemente da deliberação, sem qualquer investigação acerca do conteúdo do voto que seria proferido.[15] A controvérsia, na verdade, reside na parte final do dispositivo, notadamente na trecho do "interesse conflitante com o da companhia", em torno da qual gravita um dos debates mais longevos do direito societário brasileiro: a definição da natureza formal ou substancial do conflito de interesses.

Para a corrente formalista, a simples constatação objetiva da posição de duplicidade de interesses do acionista em relação à matéria em deliberação é suficiente para caracterizar o conflito e, por consequência, o impedimento de voto. A aferição é feita *a priori*, de modo que o acionista conflitado sequer poderá participar da votação,

---

14 FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Conflito de interesses nas assembleias de s.a. (e outros escritos sobre conflito de interesses)*. 2. ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2014. p. 62.

15 FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Conflito de interesses nas assembleias de s.a. (e outros escritos sobre conflito de interesses)*. 2. ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2014. p. 87.

sendo anulável o voto eventualmente proferido em violação à proibição, independentemente do exame do seu conteúdo ou da demonstração de dano à companhia. É a posição defendida, entre outros, por Modesto Carvalhosa.[16]

Já para a corrente substancialista, a cláusula do interesse conflitante não institui uma proibição prévia de voto, mas uma norma de aferição *a posteriori*. O acionista pode votar e o vício somente restará configurado se, mediante o exame concreto do conteúdo do voto e das circunstâncias da deliberação, verificar-se que o votante sacrificou o interesse social para privilegiar interesse extrassocial próprio.[17] Nessa perspectiva, o conflito não se presume e a sanção opera *ex post*, por meio da anulação da deliberação e da responsabilização do acionista, nos termos do §4º do art. 115 da Lei nº 6.404/76. Filiam-se a essa corrente, dentre outros, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França, Nelson Eizirik, Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira.[18]

Os argumentos de ambas as correntes são conhecidos. Os substancialistas sustentam que a vedação absoluta de voto atentaria contra a presunção de boa-fé e esvaziaria a possibilidade de a companhia contratar com seus acionistas em condições equitativas[19],

---

16 CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas*. Vol. 2. São Paulo: Saraiva, 2014.

17 É exatamente isso que explica Nelson Eizirik. Segundo ele, "para que se possa cogitar do conflito de interesse substancial, é indispensável que se examine o mérito do voto ou do ato, para verificar-se, concretamente, se o interesse social está ou não sendo sacrificado. Assim, cabe a indagação relativamente ao mérito da incompatibilidade entre o exercício do voto e a matéria que é submetida à deliberação, daí decorrendo que sua análise é sempre realizada caso a caso." (EIZIRIK, Nelson. *A lei das s/a comentada*. 2. ed. rev. ampl. - artigos 138 a 205. São Paulo: Quartier Latin, 2015. v. 3: Artigos 138 a 205. p. 150-151).

18 FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Conflito de interesses nas assembleias de s.a. (e outros escritos sobre conflito de interesses)*. 2. ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2014; EIZIRIK, Nelson. *A lei das s/a comentada*. 2. ed. rev. ampl. - artigos 138 a 205. São Paulo: Quartier Latin, 2015. v. 3: Artigos 138 a 205. ; e LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Direito das Companhias*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

19 É o que defende Erasmo Valladão ao afirmar que: "Fosse a intenção da lei estabelecer um controle *ex ante* desse tipo de conflito, não teria jamais admitido a possibilidade de realização

além de apontarem que o §4º do art. 115, ao prever a anulabilidade da deliberação tomada em decorrência do voto conflitante, pressupõe, logicamente, um voto já proferido. Os formalistas, por sua vez, respondem que a lei não contém palavras inúteis: se a caracterização do interesse conflitante dependesse do exame do mérito do voto, a hipótese do §1º se confundiria com o voto abusivo do *caput*, tornando-se letra morta.

A jurisprudência administrativa da Comissão de Valores Mobiliários, por sua vez, oscilou historicamente entre as duas concepções: já adotou a tese formal no conhecido Caso TIM e Caso Tractebel, como também já se filiou à concepção substancial no Caso Previ/Telemar.[20]

Como se verá adiante, embora esse debate inevitavelmente respingue nos fundos de investimento, ele não encontra o mesmo terreno fértil na disciplina da Resolução CVM nº 175, cuja técnica redacional — ao instituir o impedimento de voto do cotista conflitado, admitir o seu afastamento pela assembleia e atribuir ao próprio cotista o dever de declará-lo — aponta, de modo inequívoco, para o controle *ex ante* do conflito de interesses.

3. O exercício da autodeclaração: o impedimento absoluto e o conflito de interesses formal.

Na experiência da análise das questões jurídicas que orbitam

---

de um contrato entre o acionista controlador e a companhia, no qual aquele determina a vontade desta." (FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Conflito de interesses nas assembleias de s.a. (e outros escritos sobre conflito de interesses)*. 2. ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2014. p.102).

20 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Inquérito Administrativo nº TA/RJ2001/4977 (Caso TIM). Relatora: Diretora Norma Jonssen Parente. Julgado em: 19 dez. 2001; BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo nº RJ2002/1153 (Caso Previ/Telemar). Julgado em: 6 nov. 2002; BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo nº RJ2009/13179 (Caso Tractebel). Relator: Diretor Alexsandro Broedel Lopes. Julgado em: 9 set. 2010.

os fundos de investimento, muitos dos debates travados, de ordem teórica e prática, desaguam na natureza jurídica dos fundos de investimento. Isso se dá, principalmente, como uma forma de colocar esses veículos coletivos de investimento dentro de uma caixa onde as soluções jurídicas já estão bem desenvolvidas e são passíveis de aplicação de modo pacífico.

Não são raras as vezes em que vários institutos são trazidos à tona para tentar, por analogia, resolver questões controvertidas que surgem nos fundos de investimento, principalmente em decorrência da semelhança que diversos aspectos da realidade dos fundos encontram com outros institutos, como por exemplo, com as sociedades empresárias.

Este artigo não pretende abraçar o árduo caminho que é tentar definir qual a natureza jurídica dos fundos de investimento, longe disso, mas não se pode fugir do fato de que, para o escopo específico deste artigo, as discussões doutrinárias e jurisprudenciais havidas no âmbito das sociedades por ações são salutares.

Não há como negar que os fundos de investimento e as companhias abertas apresentam características semelhantes para fins da análise do conflito de interesses: ambas privilegiam o princípio majoritário e o direito de voto; reconhecem a existência de um interesse social – apesar de não o definir; tutelam a higidez do mercado de capitais, entre outros. A própria Comissão de Valores Mobiliários, no Relatório da Audiência Pública que deu origem à Resolução CVM nº 175, traçou um paralelo entre o conflito de interesses previsto na Lei das S.A. e aquele definido para os fundos de investimento.[21]

Não obstante isso, apesar das semelhanças, a Resolução CVM nº 175, ao construir o conjunto de normas aplicáveis aos cotistas nas hipóteses de impedimentos de votos, trouxe uma abordagem mais

---

21 MATTOS, Ivan Iegoroff de. *Conflito de interesses do cotista em fundos de investimento no mercado de capitais*. Dissertação (Mestrado em Direito Político e Econômico), Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2023.

simples, objetiva e que afasta da realidade dos fundos de investimento grandes discussões que são travadas dentro do seio das sociedades por ações.

Como já apresentado anteriormente, a Resolução nº 175 dispõe que não pode votar nas assembleias o cotista que tenha interesse conflitante com o do fundo, da classe ou da subclasse no que se refere à matéria em votação. Outrossim, determina que o cotista que possua interesse conflitante com o do fundo, previamente ao início das deliberações, deverá declarar à mesa seu impedimento para o exercício do direito de voto. Feita a declaração do cotista conflitado, a possibilidade do afastamento do impedimento de voto será levada à assembleia e, se houver aquiescência expressa da maioria dos demais cotistas do fundo, da mesma classe ou subclasse, não será aplicada a vedação ao direito de voto do cotista em conflito de interesses.

Percebe-se que o regulador claramente instituiu uma regra de impedimento de voto em caráter precaucional, independente da análise do mérito da matéria posta sob deliberação. O impedimento de voto surge da necessidade de afastar da assembleia aqueles com interesses próprios na deliberação a ser tomada e que, por isso, possam privilegiar tais interesses em detrimento dos do fundo.[22-23]

Isso é evidenciado principalmente em razão da dinâmica dada ao conflito de interesses auto declaratório, pois, após o exercí-

---

22 YAZBEK, Otávio; DUARTE, Anelise Paschoal Garcia. Novamente o conflito de interesses – o caso dos fundos de investimento imobiliário. *In:* KUYVEN, Fernando (coord.). *Direito dos Fundos de Investimento*. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2023. p. 508.

23 Otávio Yazbek e Anelise Paschoal Garcia Duarte explicam ainda que "*Por interesse do fundo, em contraposição ao interesse individual do cotista conflitado, dever-se entender o interesse da coletividade dos cotistas como tais, que, por sua vez, corresponde à expectativa de obter ganhos mediante o atingimento da política de investimentos do veículo. Em outras palavras, ainda que cada cotista, isoladamente considerado, tenha interesses individuais variados, dentro e fora do fundo, o interesse geral dos cotistas deve ser o de maximizar os resultados do veículo a serem repartidos".* (YAZBEK, Otávio; DUARTE, Anelise Paschoal Garcia. Novamente o conflito de interesses – o caso dos fundos de investimento imobiliário. *In:* KUYVEN, Fernando (coord.). *Direito dos Fundos de Investimento*. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2023. p. 508-509).

cio da revelação do impedimento pelo cotista, caberá somente à assembleia fazer o controle quanto à contabilização ou não desse voto para fins de deliberação social.

É natural que, os debates acerca do conflito de interesse formal e substancial, por serem constantemente travados nas sociedades por ações, acabem respingando dentro dos fundos de investimento. Todavia, definitivamente não existe um conjunto de normas que permita o surgimento de dúvidas de que a verificação do conflito ocorre *ex ante,* sendo, portanto, um conflito de natureza formal.

Apenas da leitura do art. 78 e seus incisos da Resolução nº 175, é possível extrair a interpretação literal e restritiva quanto o impedimento de voto, um caso típico de *divieto di voto*.[24] Nesse exato sentido, Fábio Augusto Tizziani Cepeda[25] explica que, ao observar o referido dispositivo:

> Fica evidente a intenção do regulador em impedir que determinados cotistas votem nas assembleias, qual seja, evitar que sejam computados votos de cotistas que possuam conflito de interesses com o fundo, classe ou subclasse, conforme o caso. Referida preocupação do regulador é necessária e busca coibir situações que possam gerar nulidades das decisões tomadas em assembleias. Nos parece, no entanto, apontar apenas para o que alguns autores costumam intitular

24 Como explica o Prof. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França "no caso de divieto di voto, o legislador, baseado em precisas circunstâncias formais, interdita o exercício do voto, determinando, em consequência da violação da proibição, a anulabilidade da deliberação tomada com o seu concurso, independentemente do exame de seu conteúdo." (FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Conflito de interesses nas assembleias de s.a. (e outros escritos sobre conflito de interesses). 2. ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2014. p. 86).

25 CEPEDA, Fábio Augusto Tizziani. Assembleias de cotistas de fundos de investimento. *In:* KUYVEN, Fernando (coord.). *Direito dos Fundos de Investimento*. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2023, p. 126-127.

> como critérios de análise meramente formal dos conflitos de interesse é suficiente para que ele seja impedido de votar, independentemente da matéria, do mérito da decisão ou das reais condições e circunstâncias em que ela foi tomada.

A lógica é muito simples, sempre que o conflito de interesses esteja presente e seja declarado pelo cotista conflitado, realoca-se o poder de decisão – tanto quanto ao afastamento do impedimento do voto, quanto da deliberação em si – para a maioria dos cotistas desinteressados, no pressuposto de que estes estariam em melhor posição, quando comparado com o conflitado, para decidir essas questões específicas.[26]

Em sentido oposto ao reconhecimento do conflito de interesses dos cotistas como formal, todavia, Mário Tavernard Martins de Carvalho[27] defende a necessidade da análise concreta do teor do voto proferido para avaliar se houve o não o cometimento de abusos. Nas palavras do autor:

> Admitir que um potencial, abstrato e genérico conflito impeça o exercício do direito de voto contraria princípios basilares do ordenamento jurídico em vigor, especialmente porque não se presume má-fé. A análise das especificidades do caso concreto e do teor do voto proferido são imprescindíveis para apurar se houve ou não o cometimento de abusos.

Aliás, um dos principais argumentos que sustentam a teoria do conflito de interesses substancial é de que apenas posteriormente se

---

26 BORBA, Gustavo Tavares. *Conflito de interesses no ambiente societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2023. p. 96.

27 CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. Conflito de interesses nos fundos de investimento: aspectos práticos e jurídicos. *In*: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais*, v. V. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021, p. 410.

deveria verificar se houve dano ao fundo ou se o cotista que votou obteve benefício em detrimento da coletividade. Contudo, a partir do momento em que a assembleia de cotistas autoriza o exercício de voto em conflito de interesses, caso haja eventual dano, esse prejuízo terá de ser absorvido pelo fundo e seus cotistas, pois autorizou e assumiu o risco da ocorrência desse dano.

Na verdade, após a declaração do impedimento de voto, a assembleia que autoriza ou não o exercício desse voto mesmo assim, funciona, dadas as devidas proporções, semelhante à aprovação sem reserva das demonstrações financeiras e das contas dos administradores das sociedades por ações, visto que exonera a responsabilidade destes, salvo nos casos de erro, dolo, fraude ou simulação.[28] Também por isso, para viabilizar a proteção dos demais cotistas do fundo, que resolve-se a questão do conflito de interesse de maneira prévia e objetiva.

Da forma como foi concebida, a Resolução nº 175 – que não é isenta de críticas, ressalte-se – permite, inclusive, que o impedimento de voto do cotista conflitado seja afastado de maneira prévia, fora da assembleia.[29] Esse mecanismo garante que uma quantidade maior de cotistas possam se manifestar no sentido de permitir ou não o voto feito em conflito de interesses, o que evita, no futuro, eventuais pedidos de anulação de deliberação social. Não apenas isso, traz uma maior economia e celeridade na resolução dos assuntos que dependam de deliberação dos cotistas, vez que a instalação de uma assem-

---

28 Art. 134. Instalada a assembleia-geral, proceder-se-á, se requerida por qualquer acionista, à leitura dos documentos referidos no artigo 133 e do parecer do conselho fiscal, se houver, os quais serão submetidos pela mesa à discussão e votação.
§ 3º A aprovação, sem reserva, das demonstrações financeiras e das contas, exonera de responsabilidade os administradores e fiscais, salvo erro, dolo, fraude ou simulação (artigo 286).

29 Art. 78, §1º, II da Resolução CVM nº 175. Não se aplica a vedação prevista no caput quando: houver aquiescência expressa da maioria dos demais cotistas do fundo, da mesma classe ou subclasse, conforme o caso, que pode ser manifestada na própria assembleia *ou constar de permissão previamente concedida pelo cotista, seja específica ou genérica, e arquivada pelo administrador*. (grifos nossos).

bleia no Brasil possui um custo elevado e, por muitas vezes, é inviável.

Não obstante isso, é preciso atentar para casos em que diversos membros de um mesmo bloco de cotistas impedidos, vinculados ou não por acordo formal ou relações societárias ou familiares, concedam-se, alternada e reciprocamente, a autorização para o voto em conflito de interesses. Como bem sustentado por Daniel Vio e Thaís Lima,[30] "parece razoável sustentar que a apreciação da aquiescência deve ocorrer em votação única – e não em diversas votações sucessivas, para cada cotista impedido – e, ademais, que a *a maioria dos demais cotistas* capaz de aprová-la seja apurada apenas entre os investidores que não estejam sujeitos a impedimentos da mesma natureza."

Nesse contexto, as eventuais sanções surgem a partir da violação do dever de declarar o impedimento de voto – assim como a extensão da declaração –, e não do exercício do voto em conflito de interesses, haja vista que, quando e se exercido, teve o aval dos demais cotistas, que, por uma questão de *venire contra factum proprium,* não poderão pleitear o ressarcimento dos prejuízos eventualmente suportados.

Passemos, então, a analisar o dever geral dos cotistas que baliza o exercício da declaração de impedimento de voto, bem como quais as respectivas sanções aplicáveis no caso de violação.

4. A obrigação da autodeclaração e o dever de lealdade.

A lealdade, num âmbito geral, reflete a ideia de agir de modo honrado, com retidão e honestidade. É uma característica daquele

30 VIO, Daniel de Avila; LIMA, Thaís Vieira. Apontamentos sobre impedimento de voto em assembleias de cotistas e o papel da mesa diretora e dos prestadores de serviços essenciais. *In*: PEREIRA, Guilherme Setoguti J.; GONZALEZ, Gustavo Machado; YAZBEK, Otávio (coord.). *Contencioso dos fundos de investimento.* São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2024. p. 266.

que atua "de acordo com uma bitola correta e previsível".[31] Da lealdade surge uma relação de confiança, que, por sua vez, como ensina António Menezes de Cordeiro, decompõe-se em dois elementos: a previsibilidade da conduta e a sua correção.[32]

A importância da lealdade como princípio ético está na influência exercida sobre o comportamento humano, incidindo, consequentemente, nas relações intersubjetivas. Não é à toa que a ética constitui um "orbe normativo", integrada por referências axiológicas e padrões imperativos, que regulamenta e organiza de maneira genérica e com caráter permanente a convivência humana. Não apenas isso, a ética – assim como os princípios que dela decorre – impõe obrigações, contribuições e renúncias do indivíduo em prol do bem comum.[33]

O fundamento ético-jurídico do dever de lealdade, por sua vez, é o poder que um indivíduo ou grupo se tem de poder influir na esfera jurídica alheia que leva à necessidade de exigir, daquele, responsabilidade no exercício de suas correlatas posições jurídicas subjetivas.[34]

---

31 CORDEIRO, António Menezes. *A lealdade no direito das sociedades*. Revista da Ordem dos Advogados Portugueses. Disponível em: https://www.oa.pt/conteudos/artigos/detalhe_artigo.aspx?idsc=54103&ida=54129. Acesso em: 20 dez. 2023.

32 Sobre os elementos que surgem a partir da lealdade, Menezes de Cordeiro explica que: "*A previsibilidade está na base da confiança. Justamente por o interessado poder, subjectivamente, prognosticar a actuação futura de uma outra pessoa, surge, da parte dele, a convicção que permite a preferência, a entrega e o investimento. A pessoa imprevisível não é leal. [...] A correcção dá as margens externas máximas de lealdade: fora delas não surgem qualidades. Mas vamos, aqui, mais longe: a previsibilidade, com a inerente confiança, exige um recorte mais estreito. Quem, dentro do correcto, actue imprevisivelmente, não é leal. A lealdade exige, num âmbito de legalidade, uma atitude especificamente conforme com as expectativas do caso.*" (CORDEIRO, António Menezes. A lealdade no direito das sociedades. *Revista da Ordem dos Advogados Portugueses*. Disponível em: https://www.oa.pt/conteudos/artigos/detalhe_artigo.aspx?idsc=54103&ida=54129, acesso em: 20 dez. 2023).

33 AMARAL, José Romeu Garcia do. *Dever de lealdade dos acionistas nas sociedades anônimas*. Tese (Doutorado – Programa de Pós Graduação em Direito Comercial). Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2020, p. 43).

34 ADAMEK, Marcelo Vieira Von. *Abuso de minoria em direito societário*. São Paulo: Malheiros Editores, 2014. p. 58.

Ao analisar o dever de lealdade aplicado aos fundos de investimento, é inevitável fazer, mais uma vez, um paralelo com o Direito das Sociedades. Isso porque, muito embora as leis societárias nacionais não o tenham previsto expressamente, o dever societário de lealdade existe na jurisdição brasileira.[35]

Dentro do Direito Societário, de um modo geral, Jorge Manuel Coutinho de Abreu[36] explica que o dever de lealdade impõe que cada sócio não atue de modo incompatível com o interesse social, logo, o sócio está vinculado a respeitar a natureza da sociedade enquanto instrumento para a consecução de determinado fim, devendo, portanto, mover-se entro do círculo permitido por esse fim ou interesses.

Quando observado sob o prisma de aplicação aos administradores de sociedades empresárias, William E. Knepper e Dan A. Bailey[37], explicam que o dever de lealdade:

> Exige a observação escrupulosa do dever (I) de proteger os interesses da corporação e (2) de abster-se de fazer qualquer coisa que a prejudique. Um administrador não pode privar a sociedade de lucros ou vantagens que a sua competência e capacidade lhe possam trazer ou que lhe permitam obter no exercício razoável e legal dos seus poderes. Esta regra exige "uma lealdade total e altruísta à corporação". Exige que não haja conflito entre dever e interesse próprio. O dever de lealdade decorre da proibição da negociação própria inerente à relação fiduciária. Uma vez feita uma demonstração prima facie de que os ad-

35 ADAMEK, Marcelo Vieira Von. *Abuso de minoria em direito societário*. São Paulo: Malheiros Editores, 2014. p. 161.

36 ABREU, Jorge Manuel Coutinho de. *Curso de direito comercial*. Vol II – Das sociedades. 3. ed. Coimbra: Almedina, 2009.

37 KNEPPER, William E.; BAILEY, Dan. A. *Liability of corporate officers and directors*. 8. ed. New York: Lexis Nexis. §4.01, p. 4-2.

> ministradores têm interesse próprio numa determinada transacção, o ónus recai sobre eles para demonstrar que a transacção é justa e serve os melhores interesses da empresa e dos seus accionistas.[38]

O cerne do dever de lealdade na orbita societária, como ensina Marcelo Adamek,[39] "reside, então, no dever de não adotar comportamentos que possam, de algum modo, lesionar legítimos interesses e expectativas de outros sócios ou da sociedade de que são membros."

Observa-se, portanto, que o dever de lealdade é uma decorrência do dever geral de boa-fé, encontrada a partir da redação do artigo 187 do Código Civil.[40] Ora, a boa-fé objetiva, por ser um modelo prescritivo capaz de produzir normatividade, atua como uma baliza para determinar como deverão ser exercidos os direitos e deveres dos cotistas, bem como os deveres fiduciários dos prestadores de serviços essenciais. É justamente em razão disso, que se pode dizer que a boa-fé constitui matriz do dever da lealdade.

---

38 Tradução livre para: "requires scrupulous observation of a duty (I) to protect the interests of the corporation and (2) to refrain from doing anything to injure it. A director may not deprive the corporation of profit or advantage which his skill and ability may bring to it or enable it to make in the reasonable and lawful exercise of its powers. This rule requires "an undivided and unselfish loyalty to the corporation." It demands that there shall be no conflict between duty and self-interest. The duty of loyalty is derived from the prohibition against self-dealing that is inherent in a fiduciary relationship. Once a prima facie showing is made that directors have a self-interest in a particular transaction, the burden shifts to them to demonstrate that the transaction is' fair and serves the best interests of the corporation and its shareholders." (KNEPPER, William E.; BAILEY, Dan. A. *Liability of corporate officers and directors*. 8. ed. New York: Lexis Nexis. §4.01, p. 4-2.).

39 ADAMEK, Marcelo Vieira Von. *Abuso de minoria em direito societário*. São Paulo: Malheiros Editores, 2014. p. 166.

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

Nessa linha, a boa-fé objetiva rompe as barreiras e limites das normas postas e introduz, conforme expõe Judith Martins-Costa,[41] "fatores, elementos e valores que não são tidos, *ab origine* e deste logo, como sistemáticos, conduzindo à arrumação destes fatores, elementos e valores em modelos jurídicos jurisprudenciais, costumeiros e negociais que, assim, ampliam e passam a integrar o sistema."

Aliás, dentro da realidade aplicada aos fundos de investimento, é importante salientar que o "dever de agir com lealdade" foi incorporado expressamente pela Resolução CVM nº 175, na redação do art. 106, I. O aludido enunciado normativo dispõe que os prestadores de serviços essenciais devem "exercer suas atividades buscando sempre as melhores condições para o fundo e suas classes de cotas, empregando o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma dispensar à administração de seus próprios negócios, atuando com lealdade em relação aos interesses dos cotistas, do fundo e de suas classes, evitando práticas que possam ferir a relação fiduciária com eles mantida, e respondendo por quaisquer infrações ou irregularidades que venham a ser cometidas no exercício de suas atribuições."

Muito embora a incidência da norma seja direcionada exclusivamente aos prestadores de serviços essenciais, o silêncio do Resolução nº 175 quanto aos cotistas não significa que sob estes o dever de lealdade não incide.

Isso porque, à semelhança do que se observa no direito societário, o fato de o cotista, no exercício das suas posições jurídicas subjetiva, poder influir na esfera alheia, faz com que ele, inevitavelmente, responda por deveres de lealdade. Na verdade, é possível vislumbrar isso da própria redação da norma que determina o impedimento do cotista no exercício do voto nas deliberações em que tenha interesse conflitante com o fundo, classe ou subclasse. Tanto é assim,

---

41 MARTINS-COSTA, Judith. *A boa-fé no direito privado:* sistema e tópica no processo obrigacional. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1999. p. 22.

que, por repercutir na esfera dos demais cotistas, a Resolução nº 175 transfere a responsabilidade pela autorização ou não do voto em conflito de interesses para a assembleia.

Sendo assim, e sem querer adentrar à fundo na longa construção teórico e dogmática por trás do dever de lealdade, não há como negar que a existência de um dever de lealdade a ser seguido pelos cotistas dos fundos de investimento. Se no âmbito do direito societário a regra do conflito de interesses no exercício do voto é expressão do dever de lealdade[42], a mesma consideração deve valer de maneira análoga aos fundos de investimentos.

Na verdade, sendo ainda mais específico, dentro das assembleias de cotistas, a maior expressão do dever de lealdade é a obrigação do exercício da autodeclaração de impedimento de voto. É importante destacar que, em cada caso a intensidade desses deveres depende da concreta situação jurídica do cotista e, para isso, têm influência a participação que detém na organização, os poderes que é titular e a estrutura do fundo.[43]

Dito isto, há de se observar que o dever de lealdade que deverá ser observado pelo cotista nas assembleias é de altíssima intensidade. Isso porque, o ato de se declarar impedido para exercer o direito de voto é uma manifestação unilateral que, até certo ponto, chega a ser, por parte do cotista, um "conflito dos próprios interesses", afinal, aquele que pretende se beneficiar em decorrência de uma posição de conflito de interesses com o fundo, naturalmente não irá revelar essa posição.

---

42 É o que sustentam, por exemplo, em suas obras, Marcelo Vieira Von Adamek (*Abuso de minoria em direito societário*. São Paulo: Malheiros Editores, 2014), Luis Felipe Spinelli (*Conflito de interesses na administração da sociedade anônima*. São Paulo: Malheiros Editores, 2012) e José Romeu Garcia do Amaral (*Dever de lealdade dos acionistas nas sociedades anônimas*. Tese (Doutorado – Programa de Pós Graduação em Direito Comercial). Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2020).

43 ADAMEK, Marcelo Vieira Von. *Abuso de minoria em direito societário*. São Paulo: Malheiros Editores, 2014. p. 163.

E se é assim, a violação dos deveres contidos no componente passivo da posição jurídica deve receber tratamento apropriado para não ficar ileso.

Nesse ponto, recorremos ao Código Civil para buscar a solução para a violação do dever de lealdade, bem como a responsabilização do cotista culpado. Segundo os princípios da responsabilidade civil por ato ilícito, ou seja, o regime estatuído no artigo 927 do Código Civil, o ato que viola o dever de lealdade – dever legal de conduta – é ilícito. A primeira consequência é a sua invalidade. A segunda, sob a égide da teoria dos atos ilícitos, é o dever de reparar os prejuízos que, porventura, venham a ser suportados tanto pelo fundo como pelos demais cotistas.[44]

Nessa mesma linha, mas por meio de uma abordagem distinta, considerando o voto em conflito de interesses uma espécie de abuso de direito, Mário Tavernard Martins de Carvalho[45] entende que:

> Apesar da quase inexistência de disposições próprias para esses eventuais conflitos, o voto proferido contrariamente aos interesses do fundo de investimento seria considerado abusivo, mesmo se eventual situação de conflito fosse previamente aprovada pelos demais cotistas, conforme previsto na regulamentação. Qualquer direito, por mais legítimo que seja, se exercido de forma abusiva, poderá ser objeto de anulação, além da necessidade de o infrator indenizar pelos danos causados.

Sobre o dever de reparar, não há muito o que ser dito. A tutela

---

44 LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Direito das Companhias*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 611.

45 CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. Conflito de interesses nos fundos de investimento: aspectos práticos e jurídicos. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais*, vol. V. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021, p. 406.

ressarcitória, inerente a função da responsabilidade civil, tentará compensar os cotistas e o fundo lesados pelo prejuízo econômico sofrido por ambos.[46] Ocorre, todavia, que, embora a tutela ressarcitória intervenha para reparar as consequências e efeitos do comportamento ilícito, ficará à cargo da invalidade da assembleia o papel de tentar recompor a ordem jurídica violada.

Ao contrário do que se observa no dever de reparar, o caminho do regime das invalidades das assembleias de cotistas, por outro lado, é um caminho tortuoso e de difíceis soluções, além de não ter recebido da doutrina a devida atenção que o tema suscita.

Em primeiro lugar – e sem querer entrar no debate da natureza jurídica dos fundos de investimento – é importante destacar que as deliberações dos fundos, por serem atos jurídicos, submetem-se à teoria comum das invalidades prevista no Código Civil.[47-48]

---

46 ROSENVALD, Nelson. *As funções da responsabilidade civil:* a reparação e a pena civil. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2017. p. 103.

47 ABREU, Maíra Leitoguinhos de Lima. Invalidade das deliberações de assembleias de cotistas de fundos de investimento. In: FREITAS, Bernardo Vianna; VERSIANI, Fernanda Valle. (coord.) *Fundos de investimento: aspectos jurídicos, regulamentares e tributários*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 77.

48 Apenas para ilustrar as dificuldades que surgem a partir da incerteza quanto à natureza jurídica dos fundos de investimento – se de natureza societária ou se de natureza condominial - pela falta de previsão específica quanto no Código Civil quanto as impugnações às assembleias condominiais, essa premissa, surge a questão acerca de qual o prazo decadencial será aplicável para a impugnação da assembleia. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França, por exemplo, entende que, por analogia, o prazo decadencial aplicável deverá ser o previsto no art. 286 da Lei nº 6.404/76 (Natureza jurídica dos fundos de investimento. Conflitos de interesses apurado pela própria assembleia de cotista. Quórum qualificado para destituição de administrador de fundo. *In*: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa*. 1. ed. São Paulo: Editores Malheiros, 2009, p. 212). Por sua vez Maíra Leitoguinhos de Lima Abreu, entende que, por ser a deliberação um ato jurídico, ou seja, fato jurídico que tem como cerne uma exteriorização consciente de vontade, devem ser aplicados os arts. 178 ou 179, ambos do Código Civil, a depender do motivo da invalidade. (Invalidade das deliberações de assembleias de cotistas de fundos de investimento. *In*: FREITAS, Bernardo Vianna; VERSIANI, Fernanda Valle. (coord.) *Fundos de investimento: aspectos jurídicos, regulamentares e tributários*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 81).

Nesse sentido, como decorrência da violação a uma norma ditada em proteção de interesses de pessoas ou grupos específicos – e não o interesse público – a sanção aplicada ao voto exercido pelo cotista após ter sido omisso no seu dever de declarar o próprio impedimento de voto, é a anulação.[49]

O raciocínio é simples: o exercício do voto em conflito de interesses é condicionado ao cumprimento do requisito de informar aos demais cotistas a existência do referido conflito. Caso esse dever de informar não seja cumprido pelo cotista, o seu voto deverá ser anulado.

Faz-se necessário pontuar que, caso o voto exercido de forma dolosa pelo cotista em situação de conflito de interesses seja decisivo para a formação da maioria, poderá levar à anulação da assembleia ou de uma ou algumas de suas deliberações, conforme o caso.

Uma peculiaridade que cabe ao caso dos conflitos de interesses nas assembleias de cotistas de fundos de investimento é que, em respeito ao disposto no Art. 78, §1º, II da Resolução nº 175 da CVM, é possível que, antes mesmo de uma eventual anulação da deliberação, o vício do voto seja sanado mediante a convocação de uma assembleia específica para decidir o afastamento ou não do impedimento de voto. Desse modo, tanto o fundo, quanto os cotistas economizam tempo, custo e preservam a estabilidade das deliberações assembleares tomadas dentro dos fundos de investimento.

---

49 Na linha do que ensina Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França, só que aplicado ao direito societário, nos vícios de voto se acha excluída a sanção de nulidade, na medida em que se encontram em jogo unicamente interesses dos acionistas, aos quais a lei outorga remédio adequado para sua defesa, sem necessidade de se comprometer a desejada estabilidade dos aludidos atos societários. (*Invalidade das deliberações de assembleia das s/a e outros escritos sobre o tema da invalidade das deliberações sociais*. 2. ed. rev. e aum. São Paulo: Malheiros, 2017. p.134.

5. O papel do administrador fiduciário diante do conflito de interesses autodeclaratório.

À primeira vista, dedicar linhas para tratar do papel do administrador fiduciário na autodeclaração do impedimento de voto pelo cotista conflitado não parece possuir razão de ser, visto que, em nenhum momento a Resolução nº 175 impõe ao administrador fiduciário qualquer dever ou relação com a obrigação do cotista em apontar o próprio impedimento de voto.

O fato é que, em um importante caso que foi julgado pela CVM, a questão foi colocada sob grande debate, tendo gerado linhas de raciocínio distintas para definir qual o papel que o administrador fiduciário tem nas hipóteses de conflito de interesse do cotista, em especial quando depende de sua autodeclaração.

O litígio em questão ficou conhecido como Caso FII Gran Plaza[50] e foi um dos primeiros casos envolvendo conflito de interesses de cotistas de fundos de investimento julgado dentro da Comissão de Valores Mobiliário. Para compreender a natureza da discussão que interessa a este trabalho, faz-se necessário contextualizar o caso, ainda que brevemente.

O caso em questão versou sobre uma suposta situação de conflito de interesses cotista Cyrela Commercial Properties S.A. Empreendimentos e Participações ("CCP") dentro do Fundo de Investimento Imobiliário Grand Plaza Shopping, e cujo administrador fiduciário era a Rio Bravo Investimentos – Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda ("Rio Bravo").

O FII Grand Plaza é o fundo de investimento proprietário de 98,6% do Grand Plaza Shopping. 61,41% das cotas do FII Grand Plaza são titularizadas pela CCP, ao passo que as demais cotas são distribuídas entre 21.323 cotistas.

---

50 Processo CVM nº 19957.000837/2021-11.

O litígio teve origem em razão do recolhimento de tributos híbridos pelo FII Grand Plaza. A CCP recolhia os impostos como se o fundo fosse uma pessoa jurídica, enquanto aos demais cotistas era aplicada a tributação típica de fundos de investimento imobiliário. Como consequência, a Receita Federal lavrou um auto de infração contra o FII Grand Plaza, CCP e Rio Bravo, no valor de R$ 158 milhões.

O artigo 2º da Lei nº 9.779/99 prevê que um fundo imobiliário está sujeito à tributação aplicável às pessoas jurídicas caso aplique recursos em empreendimento imobiliário que tenha como incorporador, construtor ou sócio, cotista com mais de 25% de suas cotas. A fundamentação para a autuação pela Receita Federal foi a participação da CCP no Fundo superior a 25% e o entendimento de que a CCP está inserida no mesmo grupo econômico que incorporou, construiu e é sócio do empreendimento investido pelo Fundo de Investimento Imobiliário Grand Plaza Shopping.

Objetivando solucionar a questão que gerou à autuação, a Rio Bravo convocou duas consultas formais junto aos cotistas para deliberar alternativas de reestruturação do Fundo, por meio de cisão, para evitar que fosse tributado, no futuro, como pessoa jurídica. Quando instaladas as assembleias de cotistas, A Rio Bravo não contabilizou os votos da CCP, por entender que esta estaria em situação de conflito de interesses, nos termos do art. 24, §1º, IV da IN CVM nº 472/2008.[51] Isso porque, o Fundo teria interesse em aprovar a reestruturação que preservasse a maior parcela possível de sua participação isenta de tributação, o que poderia trazer riscos ao Fundo.

Diante disso, a Rio Bravo apresentou uma consulta à Superintendência de Securitização – SSE da CVM a respeito da eventual contabilização do voto da CCP. Diante da manifestação da SSE a respeito da consulta, foi apresentado recurso pela CCP alegando, em resumo,

---

51 Art. 24. O cotista deve exercer o direito a voto no interesse do fundo. § 1º Não podem votar nas assembleias gerais do fundo: [...] VI – o cotista cujo interesse seja conflitante com o do fundo.

a ausência de conflito de interesses nas deliberações e a impossibilidade do impedimento prévio de seu voto na deliberação.

Instada a se manifestar no recurso interposto pela CCP, a SSE entendeu que: (i) a CCP é conflitada para votar em ambas as Consultas Formais; (ii) em razão do dever de diligência do administrador, este deve empregar esforços para identificar os cotistas potencialmente conflitados para exercer o seu direito a voto em determinada matéria; (iii) a identificação de conflito não deve partir exclusivamente do cotista, mas também deve contar com a diligência do administrador.[52]

Ao ser levado para o Colegiado da CVM, em apertada síntese, foi concluído, por maioria, que não haveria impedimento de voto da CCP no caso concreto. O Diretor Alexandre Rangel entendeu que: (i) o tratamento a ser conferido ao conflito de interesses no caso concreto não autoriza o impedimento prévio ao exercício de direito de voto; e (ii) o administrador fiduciário não tem o direito e nem o dever de impedir o exercício do direito de voto de qualquer cotista. O Presidente Marcelo Barbosa seguiu o voto e a Diretora Flávia Perlingeiro, por sua vez, concordou com a área técnica.[53]

Pois bem. Feito o breve resumo do caso em questão, passemos à análise das correntes trazidas ao longo do debate dentro do processo administrativo, bem como a solução que, a nosso ver, se mostra mais apropriada.

A primeira corrente, que inclusive foi a adotada pelo Diretor Relator Alexandre Rangel no julgamento do caso comentado acima, defende que "o administrador fiduciário não tem o direito, muito menos o dever, de impedir o exercício do direito de voto de qualquer cotista em assembleia geral".

A ideia promovida por essa corrente é uma completa abstenção do administrador fiduciário diante de uma situação evidente de

52 Recurso Contra Manifestação da SSE/GSEC-1 - Ofício Interno nº 6/2021.

53 Decisão Colegiada - Reg. Col. nº 2189/2021.

conflito de interesses do cotista, mas que não seja declarado por este, passando a ser apenas um expectador de uma situação prejudicial ao fundo e aos demais cotistas.

Na fundamentação do seu posicionamento, o Diretor citou o Relatório de Análise da Audiência Pública SDM nº 07/2014[54], onde consta que a CVM entende que não compete nem ao administrador, nem ao gestor, nem ao presidente da mesa da assembleia a contestação do exercício do direito de voto por qualquer cotista.

Muito embora a linha de raciocínio em questão possua o respaldo da CVM, não nos parece que seja a abordagem mais assertiva quanto ao papel do administrador fiduciário na hipótese do conflito de interesse auto declaratório. Isso porque, no modelo de governança dos fundos de investimento, o administrador fiduciário possui um papel importantíssimo de monitoramento e fiscalização, tendo sido alçado à figura de *gatekeeper* dos fundos de investimento.[55]

Por outro lado, esvaziar o administrador fiduciário de qualquer função na guarda dos direitos dos cotistas em casos como a violação do dever de autodeclaração do impedimento de voto, coloca-o como um mero *gatekeeper* de questões estritamente formais. Como consequência, fragiliza-se a posição dos cotistas, deixando-os à própria sorte na busca dos remédios necessários para a tutela dos seus

---

54 Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2014/sdm0714.html. Acesso em: 10 dez. 2023.

55 Como bem explicado por Rafael Andrade, "*o administrador deve ser compreendido como o ator escolhido pelo regulador brasileiro para auxiliá-lo na supervisão dos fundos de investimento. Ele é, assim, a principal Entidade Independente de Supervisão em nosso regime jurídico. Diante das assimetrias de informação e de poder inerentes ao fenômeno da dissociação entre gestores e fundos de investimento – que resulta, em uma típica relação de agência, na transferência ao gestor do poder de decisão sobre os recursos dos cotistas que colocam seu dinheiro nesse veículo – o apontamento do administrador como supervisor independente inserido na estrutura desses veículos é explicado, sobretudo, como uma estratégia jurídica que visa à mitigação dos potenciais desalinhamentos de interesses que surgem entre o gestor, de um lado, e os cotistas, de outro.*" (ANDRADE, Rafael. *O administrador como gatekeeper dos fundos de investimento*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021. p.233-234).

interesses, criando uma submissão dos demais cotistas à vontade daquele que, sendo um investidor relevante, pode querer tornar o fundo um veículo para realização dos próprios interesses. [56]

Como um antídoto à posição da CVM expressada no Relatório de Análise da Audiência Pública SDM nº 07/2014, em sentido completamente oposto, destaque-se, a segunda corrente, defendida por Otávio Yazbek e Anelise Paschoal Garcia Duarte, propõe uma postura muito mais intervencionista do administrador fiduciário, pregando que a identificação do impedimento de voto, por ocasião da assembleia, deveria ser de responsabilidade do administrador do fundo no exercício de seus deveres fiduciários.[57] Na visão dos referidos comercialistas:

> Deveria recair sobre o administrador fiduciário a obrigação de diligenciar para o efetivo cumprimento das regras e dos procedimentos relacionados ao processo de formação da vontade do fundo em assembleias e consultas formais, o que deveria incluir a não contabilização do voto de cotista impedido de votar, em razão de interesse conflitante com o do fundo.[58]

Como resultado prático, esse fundamento teórico serve de base para respaldar a não contabilização do voto do cotista pelo administrador fiduciário caso este entenda que está sendo exercido em

---

56 YAZBEK, Otávio; DUARTE, Anelise Paschoal Garcia. Novamente o conflito de interesses – o caso dos fundos de investimento imobiliário. *In:* KUYVEN, Fernando (coord.). *Direito dos Fundos de Investimento*. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2023. p. 525.

57 YAZBEK, Otávio; DUARTE, Anelise Paschoal Garcia. Novamente o conflito de interesses – o caso dos fundos de investimento imobiliário. *In:* KUYVEN, Fernando (coord.). *Direito dos Fundos de Investimento*. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2023. p. 525.

58 YAZBEK, Otávio; DUARTE, Anelise Paschoal Garcia. Novamente o conflito de interesses – o caso dos fundos de investimento imobiliário. *In:* KUYVEN, Fernando (coord.). *Direito dos Fundos de Investimento*. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2023. p. 525.

conflito de interesses. A nosso ver, e com a máxima vênia, nem tanto ao mar, nem tanto à terra. É bem verdade que em decorrência dos deveres de vigilância atribuídos ao administrador fiduciário, este prestador de serviço foi alçado como guardião dos fundos de investimento.

Todavia, os requisitos, poderes e funções que caracterizam os *gatekeepers* são limitados, do modo que a atuação dos administradores fiduciários não pode suplantar direitos essenciais dos cotistas, bem como, a partir de uma interpretação extensiva, extrapolar as normas jurídicas que vigoram e regulamentam os veículos coletivos de investimento.

O exercício do direito de voto por parte daquele que investiu recursos próprios em um fundo de investimento representa um direito legítimo e fundamental. Em atenção ao princípio da segurança jurídica, o exercício pleno dos direitos políticos atribuídos às cotas de emissão dos fundos, como valores mobiliários, merece lugar de destaque no arcabouço regulatório do mercado de capitais. Nessa linha, somente pode ser atingido, limitado ou restringido em situações raras, sobremaneira específicas, desde que expressamente previstas em lei, regulamentação própria ou por ato de liberalidade entre particulares.

Isso se dá de forma ainda mais acentuada em razão da completa ausência de previsão legal que autorize o administrador fiduciário a não contabilizar o voto do cotista em conflito de interesses. Conforme ressaltado por Julian Chediak "como, no silêncio da lei, prevalece a liberdade, toda norma restritiva é excepcional, insuscetível de extensão, sob pena de se criar cenário de insegurança jurídica e ofensa a direitos."[59]

---

59 CHEDIAK, Julian. A possibilidade de se votar em assembleia geral de sociedade anônima com a totalidade das ações vinculadas a acordo de acionistas, mesmo quando uma das partes do acordo tenha impedimento. *In*: *Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros Temas – Homenagem a Nelson Eizirik*. Vol I. Coords. Rodrigo Rocha Monteiro de Castro, Luis Andre Azevedo e Marcus de Freitas Henriques. Quartier Latin: São Paulo, 2021, p. 730.

Em razão desses aspectos, entendemos ser a terceira corrente a mais apropriada para moldar o papel do administrador fiduciário diante do impedimento de voto do cotista. Essa corrente surgiu a partir do voto da Diretora Flávia Perlingeiro no Caso FII Gran Plaza e que, a nosso ver, encontra a maior aderência com as disposições previstas na Resolução CVM nº 175, bem como com os deveres de fiscalização do administrador fiduciário.

Em sua manifestação, a Diretora Flávia Perlingeiro entendeu que cabe ao administrador fiduciário identificar e apontar o referido interesse conflitante com o do Fundo, no âmbito do cumprimento de seu dever de diligência, consequentemente não procede o argumento de que apenas haveria impedimento na hipótese de autodeclaração do conflito pelo cotista conflitado, restando aos demais cotistas somente a busca por eventual reparação judicial.

Todavia, a Diretora foi além e ressaltou que o tratamento da questão para fins de impedimento do exercício de direito de voto do cotista conflitado não pode se dar de forma arbitrária, devendo ser submetido à deliberação dos demais cotistas (não conflitados), a fim de que seja apurado se há aquiescência expressa da maioria desses a que vote o cotista conflitado, hipótese em que o impedimento restaria afastado.[60]

Esse, portanto, é o raciocínio que se mostra mais equilibrado quanto ao papel do administrador fiduciário face ao dever de autodeclaração do impedimento de voto pelo cotista. Isso porque, além de estar dentro de suas atribuições de *gatekeeper* dos fundos de investimento, preserva o direito de voto dos cotistas e está perfeitamente alinhado com o Art. 78, § 1º, II da Resolução CVM nº 175.

Esse mesmo posicionamento encontra eco nas lições de Daniel Vio e Thaís Lima[61]. Segundo dos comercialistas:

---

60 Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2021/20210525_R1/20210525_D2189.html. Acesso em 12 dez. 2023.

61 VIO, Daniel de Avila; LIMA, Thaís Vieira. Apontamentos sobre impedimento de voto em assembleias de cotistas e o papel da mesa diretora e dos prestadores de serviços essenciais.

> O administrador e o gestor, como decorrência de seus deveres de diligencia, podem e devem alertar o cotista em questão a respeito da existência do conflito durante o conclave – bem como os demais cotistas presentes, de modo que possam eles próprios buscar as medidas cabíveis, a exemplo da anulação do voto em conflito e, se determinante para o sentido da deliberação tomada, também da própria deliberação -, explicando as potenciais consequências do exercício do direito de voto em prejuízo ao interesse do fundo, classe ou subclasse. [...] Os deveres fiduciários de diligência e lealdade, imputáveis aos prestadores de serviços essenciais do fundo, na qualidade de guardiões do investimento alheio, incidem sobre todas as atividades e facetas da comunhão – inclusive no que diz respeito à adequada formação de suas decisões, com a disponibilidade das informações necessárias para tanto.

Assim sendo, o administrador fiduciário, na sua atribuição de *gatekeeper* e no exercício do seu dever fiduciário de diligência, deve investigar e apresentar aos cotistas, previamente às assembleias, todas as questões que possam impedir o exercício de voto pelo cotista conflitado e que não tenha sido autodeclarado por este, de modo a alertar os cotistas da existência desse impedimento. Em ato contínuo, cabe aos demais cotistas do fundo votar no sentido de permitir ou não que o voto em conflito de interesses seja exercido.

Conclusão.

As novas regras introduzidas pela Resolução CVM nº 175 para

In: PEREIRA, Guilherme Setoguti J.; GONZALEZ, Gustavo Machado; YAZBEK, Otávio (coord.). *Contencioso dos fundos de investimento*. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2024. p. 281.

tratar dos conflitos de interesses por parte dos cotistas, em razão da recente introdução à realidade dos fundos de investimento, ainda não puderam ser "testadas" dentro não só da Comissão de Valores Mobiliários, como também no poder judiciário brasileiro.

Todavia, não há como negar que, de certo modo, em razão dos longos e profícuos debates travados no âmbito do direito societário acerca dos conflitos de interesse – especial quanto à natureza do conflito, se formal ou material - a matéria aplicada aos fundos de investimentos acaba sendo contaminada por questões similares.

Não obstante a inevitável influência do direito societário, a conclusão pela natureza formal do conflito de interesses dos cotistas e, por conseguinte, pela necessidade de sua aferição *ex ante*, não decorre de mera preferência teórica, mas de ao menos dois fundamentos de ordem técnica extraídos do próprio regime instituído pela Resolução CVM nº 175.

O primeiro é de natureza sistemática. Os comandos do art. 78 da Resolução nº 175 formam um encadeamento lógico-procedimental que somente opera em momento anterior à deliberação: o inciso IV veda o voto do cotista conflitado; o §2º impõe a este o dever de declarar o impedimento à mesa previamente ao início das deliberações; e o §1º, II, atribui à maioria dos demais cotistas a competência para afastar a vedação, inclusive por permissão prévia, concedida fora do conclave e arquivada pelo administrador. Ora, se a configuração do conflito dependesse do exame posterior do mérito do voto proferido, tanto o dever de autodeclaração prévia quanto o mecanismo de aquiescência restariam esvaziados de qualquer função. A verificação apriorística do conflito é, portanto, pressuposto de operabilidade do próprio sistema desenhado pelo regulador.

O segundo fundamento reside na racionalidade da alocação de riscos promovida pela norma. Ao deslocar o centro decisório para a maioria dos cotistas desinteressados, a Resolução nº 175 estabelece que, uma vez concedida a aquiescência, eventual prejuízo decorrente do voto autorizado será absorvido pelo fundo e por seus cotistas, que

assumiram conscientemente esse risco e, por vedação ao *venire contra factum proprium*, não poderão pleitear ressarcimento – salvo nos casos de erro, dolo, fraude ou simulação.

Essa lógica de assunção informada de risco é incompatível com um controle de mérito *a posteriori*: o momento adequado para a tutela dos cotistas é, por definição, aquele anterior à formação da vontade coletiva. O controle *ex ante* opera, ademais, como verdadeira profilaxia das deliberações assembleares, prevenindo litígios anulatórios e preservando a estabilidade dos atos praticados pelo fundo.

É por essas razões que, diante do conjunto de normas e da técnica redacional que foi utilizada na Resolução nº 175, não há como extrair uma interpretação diversa da natureza cautelatória do impedimento de voto em conflito de interesse, o controle deve ser feito *ex ante*. Tentar aplicar a teoria do conflito material às assembleias de cotistas de fundos de investimento é empurrar "de goela abaixo" uma interpretação que apenas pode ser extraída da Lei 6.404/76 e que não se aplica aos fundos de investimento.

Foi privilegiada a autonomia da vontade dos cotistas, onde, a partir da declaração do impedimento de voto pelo cotista conflitado, atribui-se aos demais cotistas a incumbência de decidir se, mesmo assim, o voto em conflito de interesses poderá ser exercido ou não.

Conclui-se, portanto, que a obrigação imposta ao cotista de declarar o próprio impedimento de passa a ter uma importância crucial nas deliberações assembleares, de modo que, faz surgir um dever de lealdade do cotista conflitado perante os demais cotistas e o fundo de investimento. Esse dever de lealdade servirá de baliza e, caso seja descumprido, ensejará não apenas a reparação civil, como também a anulação do voto do cotista.

Aliado a isso, caberá também ao administrador fiduciário do fundo, no exercício do seu papel de *gatekeeper* e no cumprimento dos seus deveres fiduciários de diligência, apresentar todos os fatos que eventualmente possam ser impeditivos do exercício de voto pelo

cotista conflitado, auxiliando, desse modo, não apenas os demais cotistas do fundo de investimento, mas também a higidez do processo assemblear.

ENTRE O ESTADO E O MERCADO: UM ESTUDO EMPÍRICO SOBRE O COMPORTAMENTO DECISÓRIO NO CRSFN[1]

BETWEEN THE STATE AND THE MARKET: AN EMPIRICAL STUDY ON DECISION-MAKING BEHAVIOR IN THE CRSFN

Pedro Castelar*
Laura Oliboni**

Resumo: Este artigo analisa empiricamente as decisões do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN), órgão paritário vinculado ao Ministério da Fazenda, responsável por julgar recursos contra decisões sancionatórias da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). A pesquisa emprega abordagem quantitativo-descritiva e inferencial, baseada em acórdãos publicados entre 2021 e 2025, para testar a hipótese de que a origem institucional dos conselheiros – privada ou pública – não influencia seus padrões de voto em relação à manutenção ou reforma das decisões da CVM. A pesquisa examina também aspectos complementares do processo deliberativo, como o uso do voto de qualidade da Presidência e a reversão de decisões por categoria de infração. Os resultados indicam uma associação estatisticamente significativa entre origem institucional e resulta-

---

1 Artigo recebido em: 27.02.2026 e aceito em: 31.07.2026.

Os autores agradecem o Prof. Armando Castelar pelas valiosas contribuições na análise estatística das amostras coletadas. Eventuais imprecisões ou erros remanescentes são de inteira responsabilidade dos autores.

* Doutorando na FGV Direito Rio e Mestre (LL.M.) pela New York University School of Law. Advogado no Brasil e em Nova Iorque. Chefe de Gabinete da Presidência da Comissão de Valores Mobiliários - CVM (2022-2025). Professor convidado em cursos de Graduação e Pós-Graduação da FGV Direito Rio e do Ibmec. E-mail: pedro.pinheiro.1@fgv.edu.br.

** Mestranda em Direito da Regulação na Fundação Getulio Vargas – FGV Direito Rio. Pesquisadora no Centro de Estudos Avançados sobre Regulação do Sistema Financeiro Nacional (NEASF/FGV Direito Rio). *Research Intern* no Cambridge Centre for Alternative Finance (CCAF), Universidade de Cambridge. E-mail: laura.oliboni@hotmail.com.

do do voto: conselheiros indicados por entes públicos apresentam maior propensão agregada à manutenção das decisões da CVM, enquanto conselheiros indicados por entidades privadas demonstram maior frequência relativa de reversões. Todavia, a pesquisa não apontou a existência de padrões consistentes de polarização decisória relacionada à origem dos conselheiros. Este trabalho contribui para o entendimento do regime sancionador do mercado de capitais brasileiro.

Palavras-chave: Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo sancionador. Recurso administrativo. Processo deliberativo. Polarização decisória. Voto de qualidade.

Abstract: This article presents an empirical analysis of Brazil's National Financial System Appeals Council (CRSFN) rulings, a parity-based body under the Ministry of Finance responsible for reviewing sanctioning decisions issued by the Brazilian Securities and Exchange Commission (CVM). Using a quantitative-descriptive and inferential approach, based on rulings published between 2021 and 2025, the study tests the hypothesis that the institutional origin of council members – private or public – does not influence their voting patterns with respect to the upholding or reversal of CVM's decisions. The research also examines complementary aspects of the deliberative process, such as the use of the President's casting vote and the reversal of decisions by type of wrongdoing. The findings indicate a statistically significant association between institutional origin and voting outcome: members appointed by public entities show a higher aggregate propensity to uphold CVM decisions, whereas members appointed by private entities exhibit a relatively higher frequency of reversals. However, the research did not identify consistent patterns of decision-making polarization associated with the members' institutional origin. This study contributes to a better understanding of the sanctioning regime in Brazil's capital markets.

Keywords: National Financial System Appeals Council. Securities and Exchange Commission. Sanctioning administrative proceed-

ing. Administrative proceeding review. Deliberative process. Decision-making polarization. Casting vote.

Sumário: Introdução. 1. Metodologia. 1.1. Abordagem metodológica, objetivos e coleta de dados. 1.2. Classificação dos Conselheiros quanto à origem pública ou privada. 1.3. Categorização das infrações. 2. Pesquisa. 2.1. Panorama geral dos resultados e principais achados da pesquisa. 2.2. Análise sobre a origem dos conselheiros. 2.3. Análise sobre o objeto do recurso. 2.4. Análise sobre as categorias de infração objeto dos processos. 2.5. Análise sobre as decisões dos recursos e seus fundamentos. 2.6. Análise sobre o alinhamento decisório com as deliberações do Colegiado. 2.7. Análise sobre o uso do voto de qualidade do Presidente. 2.8. Análise sobre a revisão da dosimetria adotada pelo CRSFN. Conclusão.

Introdução.

O mercado de capitais brasileiro alcançou um volume superior a R$50 trilhões de reais, com mais 92 mil agentes regulados.[2] Diante dessa dimensão e da complexidade do mercado sob supervisão da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), a existência de um sistema sancionador adequado[3] mostra-se relevante para coibir irregularidades e assegurar a integridade do mercado e a proteção dos

2 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). *Boletim Econômico da CVM: nº 108 – 4º trimestre de 2025*. Rio de Janeiro: CVM, 2025. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/boletins/boletim-economico/2512_cvm_boletim_economico_108.pdf/view. Acesso em: 9 fev. 2026.

3 BRASIL. Controladoria-Geral da União. *Relatório de Avaliação nº 1267897: Comissão de Valores Mobiliários – CVM: exercício 2022*. Rio de Janeiro: CGU, 2024. p. 4.

investidores. Em 2024, as multas impostas pela autarquia ultrapassaram R$ 1 bilhão, permanecendo em curso 828 processos com potencial sancionador em tramitação na CVM.[4]

Nesse contexto, o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN) desempenha uma função estratégica: revisar, em última instância administrativa, as decisões sancionatórias da CVM. Suas deliberações não apenas definem o destino de processos individuais, mas moldam os contornos do *enforcement* regulatório no mercado de capitais brasileiro.

O CRSFN é um órgão colegiado integrante da estrutura do Ministério da Fazenda, responsável por julgar recursos contra decisões sancionatórias proferidas por entidades como a CVM, o Banco Central do Brasil (BCB), a Secretaria de Comércio Exterior (Secex) e o Conselho de Controle de Atividades Financeiras (COAF), nos termos do art. 2º do Decreto nº 9.889/2019. O CRSFN atua, portanto, como instância administrativa final de processos administrativos sancionadores no Sistema Financeiro Nacional (SFN).

No âmbito do mercado de capitais, após a edição da Portaria nº 68/2016[5] pelo Ministro da Fazenda, que extinguiu os recursos de ofício em decisões absolutórias, somente as decisões condenatórias passaram a ser passíveis de recurso ao CRSFN.[6] Por sua vez, as

---

4 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). *Relatório de Atividade Sancionadora da CVM – 3º trimestre de 2025: versão resumida*. Rio de Janeiro: CVM, 2025. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/relatorios/relatorio-de-atividade-sancionadora/relatorio-de-atividade-sancionadora-cvm-2025-3o-trimestre-versao-resumida-pdf.pdf/view. Acesso em: 22 dez. 2025.

5 Note que o art. 51 da referida portaria estabeleceu um período de transição, por meio do qual estabeleceu-se o julgamento pelo CRSFN dos recursos contra decisões proferidas até 27/02/2016.

6 Além disso, é importante mencionar a existência de outros instrumentos para solução de processos administrativos sancionadores no âmbito da CVM, incluindo o termo de compromisso (art. 11, §5º da Lei nº 6.385/76, regulamentado no art. 80 e seguintes da Resolução CVM nº 45/2021) e o acordo administrativo em processo de supervisão (art. 30 combinado com art. 34 da Lei nº 13.506/2017, regulamentado no art. 92 e seguintes da Resolução CVM nº 45/2021)

deliberações do CRSFN são tomadas por maioria,[7] tendo o Presidente do CRSFN o voto de qualidade em caso de empate.[8]

O CRSFN segue o modelo paritário e é composto por oito membros titulares e oito suplentes: (i) quatro titulares e quatro suplentes indicados por órgãos públicos, sendo dois pelo Ministério da Fazenda (MF), um pelo BCB e um pela CVM; e (ii) quatro titulares e quatro suplentes por entidades privadas do mercado financeiro e de capitais.[9] As entidades privadas habilitadas à indicação são determinadas por Portaria do MF, a partir de critérios de representatividade e de credenciamento.[10]

Diante dessa relevância, já foram realizados estudos empíricos examinando as decisões do CRSFN e seus efeitos sobre a efetividade do *enforcement* da CVM,[11] e diferentes autores já se posicionaram sobre vantagens[12] e desvantagens[13] da existência do CRSFN, bem como propondo aprimoramentos em sua estrutura.[14]

---

7 BRASIL. *Decreto nº 9.889, de 27 de junho de 2019*. Art. 8º, *caput*.

8 *Ibidem*, Art. 8º, § 4º.

9 *Ibidem*, Art. 3º.

10 Atualmente, a *Portaria Normativa MF nº 1.560/2023* dispõe sobre a distribuição de assentos entre as entidades representativas dos mercados financeiro e de capitais no Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional - CRSFN, a indicação e seleção de seus conselheiros, e sobre a organização e funcionamento do Comitê de Avaliação e Seleção de Conselheiros do CRSFN - CAS-CRSFN

11 Nesse sentido, cite-se, por exemplo: (i) FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS – FGV DIREITO SP. *Como decide o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN): relatório de pesquisa. São Paulo*: FGV Direito SP, 2023. Disponível em: https://repositorio.fgv.br/server/api/core/bitstreams/e7ac901a-4d56-4485-945f-96fe569d8797/content. Acesso em: 23 out. 2025; e (ii) FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS – FGV DIREITO SP. *Enforcement no Mercado de Capitais: Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN)*. São Paulo: FGV Direito SP, 2023. Disponível em: https://direitosp.fgv.br/projetos-de-pesquisa/enforcement-no-mercado-capitais-conselho-recursos-sistema-financeiro-nacional. Acesso em: 23 out. 2025.

12 GOLDSTEIN, Sergio Mychkis, Apontamentos sobre o regimento interno do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, São Paulo, ano 4, n. 13, jul./set. 2001, p. 104 – 116.

13 Nesse sentido, veja: (i) MOSCOGLIATO, Marcelo. O Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *Revista do Instituto dos Advogados de São Paulo*, São Paulo, nº 08/2001. (ii)

Apesar disso, permanecem pouco exploradas[15] investigações acadêmicas sobre a composição paritária do CRSFN, isto é, a existência de igual número de representantes da administração pública federal e da iniciativa privada,[16] e os possíveis efeitos desse arranjo. Portanto, questões relativas à distribuição de assentos entre as entidades, aos critérios de indicação e avaliação dos conselheiros e aos efeitos da representação híbrida nas decisões do órgão constituem áreas férteis para estudos acadêmicos.

A presente pesquisa busca preencher parte dessa lacuna: testar empiricamente a inexistência de polarização decisória no CRSFN, examinando se a origem institucional dos conselheiros – pública ou privada – se associa a padrões distintos de voto, notadamente quanto à manutenção ou reforma das decisões da CVM.

A hipótese consiste em que a origem institucional do conselheiro não influencia sua orientação decisória, de modo que não há uma tendência de conselheiros de origem pública votarem pelo não provimento dos recursos ou dos conselheiros de origem privada votarem pelo provimento dos recursos.

Além desse objetivo principal, a pesquisa também investiga aspectos complementares do processo deliberativo do CRSFN, com o intuito de oferecer uma visão mais abrangente de seu funcionamento institucional. Em particular, pretende-se:

SADDI, Jairo. Reformando o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *In*: *Aspectos atuais do direito do mercado financeiro e de capitais*. São Paulo, 1999. v. 2, p. 47-63.

14 Veja, por exemplo: (i) SADDI, Jairo. Reformando o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *In*: *Aspectos atuais do direito do mercado financeiro e de capitais*. São Paulo, 1999. v. 2, p. 47-63; (ii) EIZIRIK, Nelson. O Colegiado da CVM e o CRSFN como juízes administrativos: reflexões e revisão. *Revista de Direito Bancário e Mercado de Capitais*, São Paulo, v. 34, out./dez. 2006.

15 FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS – FGV DIREITO SP. *Enforcement no Mercado de Capitais: Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN)*. São Paulo: FGV Direito SP, 2023. p. 7.

16 BRASIL. *Decreto Federal nº 9.889, de 27 de junho de 2019*. Art. 2º.

(i) identificar eventuais tendências de reversão de decisões conforme a categoria de infração analisada, verificando se determinados tipos de ilícitos apresentam maior probabilidade de provimento dos recursos; e
(ii) analisar as hipóteses em que há utilização do voto de qualidade do Presidente, buscando compreender em que situações esse mecanismo é acionado e se revela algum padrão de utilização.

O presente trabalho está dividido em quatro seções, incluindo essa Introdução. Na segunda seção, será descrita a metodologia desenvolvida para realização deste trabalho e da pesquisa realizada. Na terceira seção será feita a análise dos resultados encontrados com a pesquisa realizada. Por fim, a quarta seção conclui.

1. Metodologia.

1.1. Abordagem metodológica, objetivos e coleta de dados.

A presente pesquisa adota uma abordagem empírica quantitativo-descritiva e inferencial, com base em dados primários coletados diretamente no endereço eletrônico do CRSFN[17] em relação aos recursos movidos em face de decisões condenatórias no âmbito da CVM entre o período de 01/01/2021 e 16/07/2025.

Os dados foram obtidos por meio da coleta direta e análise das informações publicadas no site oficial do CRSFN, nas seções dedicadas a "Ata" e "Acórdão", que disponibiliza o extrato da ata e o inteiro teor das decisões proferidas, respectivamente.[18]

---

17 BRASIL. Ministério da Fazenda. *Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional – CRSFN*. Disponível em: https://www.gov.br/fazenda/pt-br/composicao/orgaos/orgaos-colegiados/crsfn. Acesso em: 22 dez. 2025.

18 BRASIL. Ministério da Fazenda. *Sessões de Julgamento – Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN)*. Disponível em: https://www.gov.br/fazenda/pt-br/composicao/orgaos/orgaos-colegiados/crsfn/servicos/sessoes-de-julgamento. Acesso em: 22 dez. 2025.

Para os fins desta pesquisa, adotou-se como unidade observável o conceito de *ocorrência decisória*. Considera-se ocorrência decisória cada manifestação do CRSFN relativa a um determinado objeto de recurso (*e.g.*, mérito ou questões processuais), com resultado específico (*e.g.*, provimento, não provimento ou parcial provimento) e fundamentação própria, ainda que inserida no âmbito de um mesmo processo administrativo e referente a mais de um recorrente. Nesse sentido, quando um processo originar manifestações distintas quanto ao objeto do recurso, ao resultado e aos fundamentos adotados pelo Colegiado do CRSFN, cada uma dessas manifestações é tratada como uma ocorrência decisória para fins de análise.

1.2. Classificação dos Conselheiros: Origem Pública ou Privada.

Como visto acima, o CRSFN é composto com igual número de representantes da administração pública federal e da iniciativa privada. Nesse contexto, para realização da pesquisa, foi necessário classificar os conselheiros. Inicialmente, foram identificados todos os membros do CRSFN que atuaram no período analisado (i.e., 01/01/2021 e 16/07/2025).[19]

Posteriormente, identificaram-se os entes que realizaram as respectivas indicações dos conselheiros, que foram classificados como público ou privado de acordo com a natureza da entidade a qual está vinculado(a):

> (i) Categoria A – Origem pública: conselheiros indicados por entes da administração pública federal.
> (ii) Categoria B – Origem privada: conselheiros

19 BRASIL. Ministério da Fazenda. *Conselheiros – Galeria do Conselho – Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN)*. Disponível em: https://www.gov.br/fazenda/pt-br/composicao/orgaos/orgaos-colegiados/crsfn/acesso-a-informacao/institucional/galeria-do-conselho/conselheiros. Acesso em: 22 dez. 2025.

indicados por entidades representativas do mercado financeiro e de capitais, de natureza privada.

1.3. Categorização das infrações.

Inspirado na metodologia adotada pela FGV Direito SP,[20] estabeleceu-se uma classificação padronizada dos ilícitos apreciados pelo CRSFN nos recursos interpostos contra decisões sancionatórias da CVM.[21] A partir dessa classificação, examinou-se se determinados tipos de ilícitos estão mais sujeitos à reforma, manutenção ou divergência entre os conselheiros.

2. Pesquisa.

Este capítulo está dividido em oito seções. Inicialmente, apresenta-se uma visão geral dos resultados da pesquisa à luz dos objetivos deste artigo. Em seguida, analisa-se o principal objeto de pesquisa deste trabalho, qual seja, a existência (ou não) de padrão decisório relacionado com a origem institucional do Conselheiro. Na terceira seção é realizada uma análise mais detida dos achados específicos, examinando-se, como ponto de partida, a natureza do objeto do recurso e sua relação com os resultados das decisões. Na sequência é analisado o resultado das decisões à luz das diferentes categorias de infração objeto do processo, seguida da investigação sobre as decisões dos recursos e seus fundamentos. Subsequentemente, é analisado

---

20 FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS – FGV DIREITO SP. *Enforcement no Mercado de Capitais:* Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN). São Paulo: FGV Direito SP, 2023. p.4.

21 Cada recurso foi enquadrado em uma das seguintes categorias: ***(i)*** ilícitos de mercado; ***(ii)*** questões societárias; ***(iii)*** falhas na prestação de serviços; ***(iv)*** demonstrações financeiras; ***(v)*** problemas informacionais; ***(vi)*** ofertas públicas; ***(vii)*** administração de carteiras; ***(viii)*** auditoria independente; e ***(ix)*** outros.

o alinhamento dos conselheiros nas deliberações tomadas, avaliando-se o grau de decisões tomadas por unanimidade ou maioria. A sétima seção avalia-se o uso do voto de qualidade do Presidente. Por fim, a oitava seção analisa a existência de padrão decisório de acordo com a origem institucional do Conselheiro.

2.1. Panorama geral dos resultados e principais achados da pesquisa.

A pesquisa resultou na identificação de 268 ocorrências decisórias durante o período analisado. Em termos gerais, a análise dessas ocorrências revela um padrão decisório marcado pela predominância do *não provimento* dos recursos, pela frequência elevada de *decisões unânimes* e pela *utilização pontual* do *voto de qualidade* do Presidente.

Do total de ocorrências, 173 (64,55%) resultaram em *não provimento*, 73 (27,24%) em *provimento parcial* e apenas 22 (8,21%) em *provimento integral*, indicando uma atuação revisora predominantemente deferente às decisões sancionatórias da CVM.

Nos julgamentos que resultaram na revisão da decisão de primeira instância, verificou-se uma maior inclinação a ajustes pontuais do que a reformas amplas – o que pode ser demonstrado tanto pelo percentual mais elevado de *provimentos parciais* em relação ao *provimento integral* quanto pela natureza dos provimentos parciais que foram, em sua maioria (38, 52%), pela redução da penalidade entre $^1/_4$ e $^1/_2$.

No que se refere à hipótese central da pesquisa, os dados apontam para a existência de uma diferença estatisticamente significativa (i) de que a proporção de votos pelo provimento e não provimento difere entre os conselheiros de origem pública ou privada; e (ii) de associação entre a origem do conselheiro e o resultado do voto. Nesse sentido, os conselheiros indicados por instituições públicas tendem a votar mais pela manutenção da decisão de primeira ins-

tância, quando comparado com os conselheiros indicados por instituições privadas.

Todavia, não parece ser possível afirmar a princípio que (i) a origem institucional do conselheiro define a forma de voto; (ii) existe uma polarização decisória evidente associada à origem institucional dos conselheiros; ou (iii) há uma coordenação entre os blocos de conselheiros de acordo com a origem de sua indicação.

Quanto aos objetivos complementares, os dados coletados evidenciam que as tendências de reversão variam conforme a categoria de infração, sendo mais frequentes, em especial no caso de provimento parcial de recursos, em infrações relacionadas com *problemas informacionais*, *questões societárias* e *ilícitos de mercado*. De outro lado, infrações relacionadas com *auditoria independente* e *demonstrações financeiras* apresentam maior taxa de manutenção das decisões recorridas.

Em relação ao voto de qualidade do Presidente, os dados indicam que tal prerrogativa foi utilizada em 9,70% das ocorrências, concentrando-se majoritariamente (21 casos, cerca de 70%) em decisões pelo *não provimento*, especialmente em *ilícitos de mercado*. Nota-se, portanto, que o voto de qualidade é utilizado como mecanismo de desempate especialmente para manutenção das decisões de primeira instância (e não como instrumento recorrente de reforma das decisões da CVM).

2.2. Análise sobre a origem dos conselheiros.

A análise dos votos proferidos pelos conselheiros segundo sua origem institucional (*i.e.*, pública ou privada) revela a existência de diferença agregada entre os padrões decisórios de conselheiros indicados por instituições públicas e privadas.

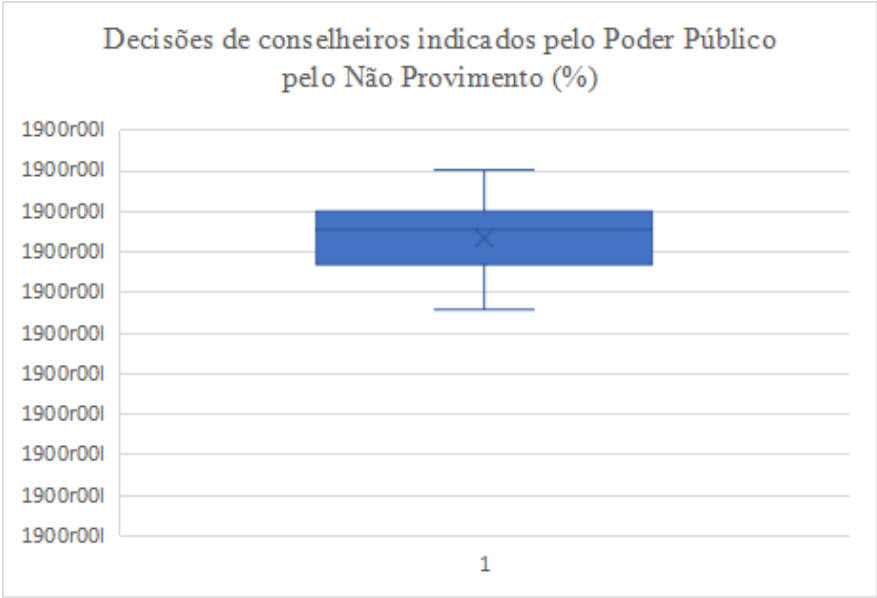
Tabela 1 – Distribuição das decisões

Decisão	Instituição		Total
	Pública	Privada	
Provimento	283	455	738
Não Provimento	782	548	1330
Total	1065	1003	2068

Fonte: Elaborada pelos autores (2026)

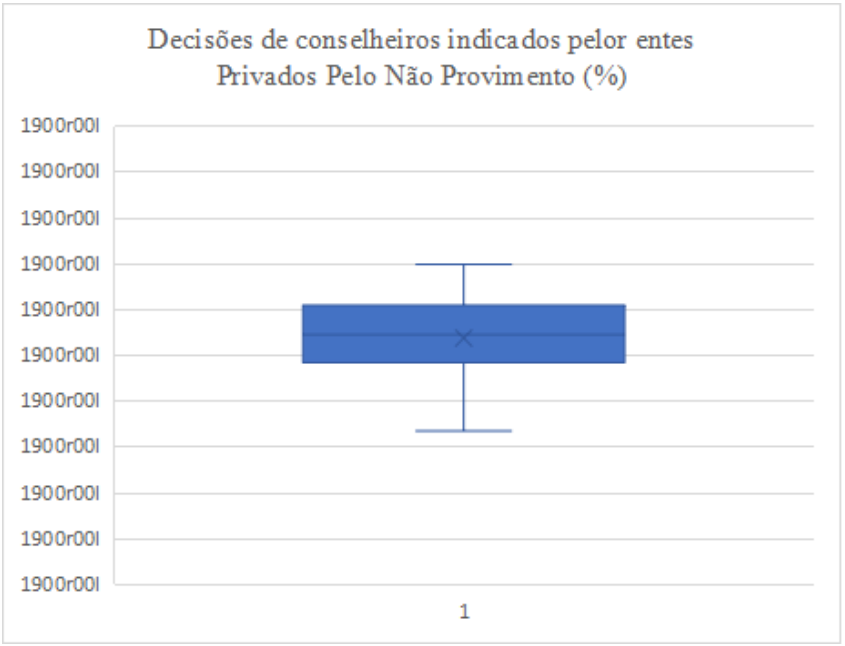
Os conselheiros indicados por *entes públicos* votaram pelo *provimento* ou *parcial provimento* em 26,57% de seus votos, enquanto conselheiros de *origem privada* o fizeram em 45,36%. Em relação ao *não provimento*, os votos de conselheiros indicados por *entes privados* equivaleram a 73,43% enquanto os de *origem pública* equivaleram a 54,64%.

Gráfico 1 – *Boxplot* Poder Público



Fonte: Elaborada pelos autores (2026)

Gráfico 2 – *Boxplot* Entes Privados



Fonte: Elaborada pelos autores (2026)

Com base nos *boxplots*, no grupo dos conselheiros indicados pelo poder público, a distribuição do percentual de votos pelo *não provimento* é mais elevada e concentrada em patamares altos, com mediana situada aproximadamente entre 70% e 80%, além de um intervalo interquartil relativamente estreito, o que sugere maior homogeneidade e uma tendência mais firme à confirmação das decisões da CVM.

Já entre os conselheiros indicados por entes privados, a mediana do percentual de votos pelo *não provimento* é sensivelmente menor, em torno de 50% a 55%, acompanhada de maior dispersão relativa, indicando comportamento decisório mais variado e, em média, menor propensão a manter as decisões recorridas.

Para verificar se a discrepância observada entre os percentuais de não provimento poderia decorrer de mera flutuação aleatória,

aplicaram-se dois testes estatísticos distintos e complementares: o teste de diferença entre proporções e o teste qui-quadrado de independência.[22]

No primeiro, as decisões de cada grupo de conselheiros compõem uma amostra diferente de variáveis aleatórias binárias (não provimento = 1; provimento = 0), sendo as duas amostras aleatórias independentes uma da outra. Nesse sentido, as médias de não provimento em cada grupo são comparadas, sendo a hipótese nula aquela em que a probabilidade de não provimento é a mesma para conselheiros de origem pública e privada[23]. Considerando o significativo número de observações em ambos os grupos, utilizou-se a aproximação normal para a estatística de teste.

O resultado obtido levou à rejeição da hipótese nula ao nível de significância de 1%, indicando que a diferença observada dificilmente seria produzida pelo acaso caso as probabilidades fossem idênticas.

Como verificação adicional, aplicou-se o teste qui-quadrado de independência. Esse teste examina diretamente se há independência estatística entre duas variáveis categóricas (i.e., a origem institucional do conselheiro e o resultado do voto).[24] A hipótese nula sustenta que a distribuição de provimentos e não provimentos seria proporcionalmente similar nos dois grupos. Também nesse caso a estatística calculada superou o valor crítico correspondente a um grau de liberdade, conduzindo à rejeição da hipótese de independência.[25]

---

22 RICE, John A. *Mathematical statistics and data analysis*. 2. ed. [S. l.]: Duxbury Press, 1995. p. 388-392.

23 $H_0: p_1 = p_2$.

24 $X^2 = \sum_{i=1}^{2}\sum_{j=1}^{2} \frac{(O_{ij}-E_{ij})^2}{E_{ij}}$. Onde O_{ij} são so valores observados e E_{ij} são so valores estimados para o caso em que as duas variáveis são independentes. Ou, mais diretamente, $E_{ij} = \frac{n_{i.} n_{.j}}{n}$

25 Aplicando-se a fórmula, obtém-se X^2 = 79,5. Este valor é significativamente mais alto que valores críticos tirados da distribuição chi-quadrado com um grau de liberdade.

Em termos substantivos, ambos os testes convergem para a mesma conclusão: há associação estatisticamente significativa entre origem institucional e resultado do voto.

Esse contraste sugere que conselheiros indicados por entes privados tendem, em termos agregados, a votar com maior frequência pela reversão das decisões da CVM do que aqueles indicados pelo Poder Público, ainda que a sobreposição parcial das distribuições indique que essa diferença se manifesta como tendência estatística, e não como regra absoluta de comportamento individual.

Todavia, a análise individual dos conselheiros revela forte heterogeneidade interna em ambos os grupos. Há conselheiros de origem pública com elevada taxa de votos favoráveis aos recorrentes (cerca de 58% no caso de um dos conselheiros analisados) e conselheiros de origem privada com comportamento marcadamente confirmatório (chegando a quase 85%, por exemplo). Nesse sentido, apesar da tendência apresentada pela mediana, a heterogeneidade somada à elevada incidência de decisões unânimes e de maiorias compostas por conselheiros de origens distintas indica que a entidade indicante não constitui um eixo dominante de coordenação decisória.

Essa conclusão é reforçada quando se observa o comportamento dos conselheiros por objeto do processo. Em praticamente todos os temas analisados, os votos favoráveis e desfavoráveis distribuem-se entre conselheiros públicos e privados, sem a formação consistente de blocos decisórios homogêneos. Mesmo em matérias com maior taxa de reversão, como problemas informacionais e questões societárias, não se identifica um padrão claro de alinhamento sistemático entre origem institucional e resultado do voto.

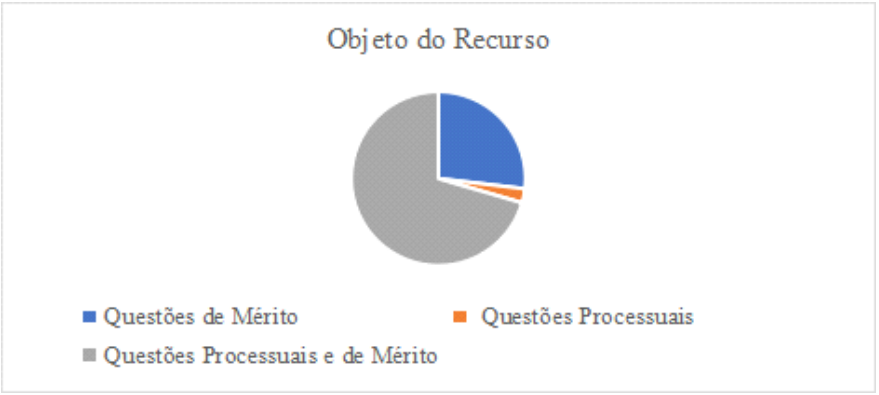
Em conjunto, os achados empíricos indicam que o CRSFN opera como uma instância revisora substantiva, sensível às especificidades do objeto do processo e às circunstâncias do caso concreto, mas marcada por elevada convergência colegiada. Os dados não sustentam a hipótese de polarização decisória simples baseada na origem institucional dos conselheiros. Ao contrário, sugerem um padrão

decisório mais complexo, no qual consenso, deferência técnica seletiva e ajustes graduais de sanção desempenham papel central.

2.3. Análise sobre o objeto do recurso.

No tocante à natureza do objeto do recurso, a análise revela que o CRSFN raramente atua apenas como instância de controle formal. A maioria das ocorrências (188; 70,52%) envolveu simultaneamente questões de *mérito* e *processuais*, enquanto apenas 72 abordaram exclusivamente questões de mérito (26,87%) e somente 7 (2,62%) trataram exclusivamente de *questões processuais*. Tal relação pode ser visualizada no gráfico abaixo:

Gráfico 3 – Distribuição de recursos por objeto



Fonte: Elaborada pelos autores (2026)

Ao cruzarmos a natureza do objeto do recurso e o resultado das decisões, nota-se que prevalecem decisões pelo *não provimento* em recursos com todos os objetos. Em recursos que combinam questões de *mérito e processuais*, 65,1% (123) foram pelo *não provimento* enquanto 27,5% (52) e 7,4% (14) foram pelo *provimento parcial* e pelo *provimento integral*, respectivamente.

Já nos recursos fundados exclusivamente em questões de *mérito*, embora o *não provimento* também seja predominante (62,5%), há maior incidência de *provimentos parciais* (29,17%), indicando que, quando o debate se concentra no conteúdo material da infração, o CRSFN demonstra maior disposição para realizar ajustes pontuais na decisão sancionadora, sem afastar integralmente o entendimento da autoridade de primeira instância.

Por sua vez, os recursos fundados exclusivamente em *questões processuais* apresentam um padrão decisório distinto. Embora a manutenção da decisão recorrida permaneça predominante (71,43%), observa-se a existência de um número não insignificante de *provimentos integrais* (28,6%), indicando que, quando reconhecido um vício formal, o CRSFN reforma a decisão sancionadora. Em linha com a própria natureza desses recursos, não foram identificados *provimentos parciais*, uma vez que as *questões processuais* tendem a conduzir a soluções binárias, relacionadas à validade ou invalidade do procedimento, e não a ajustes graduais da decisão.

Esse resultado reforça a visão de que a atuação recursal no âmbito do CRSFN é marcada por impugnações substantivas, com uma revisão substantiva sobre o conteúdo das decisões sancionatórias (e não como mero órgão de controle estritamente procedimental).

2.4. Análise sobre as categorias de infração objeto dos processos.

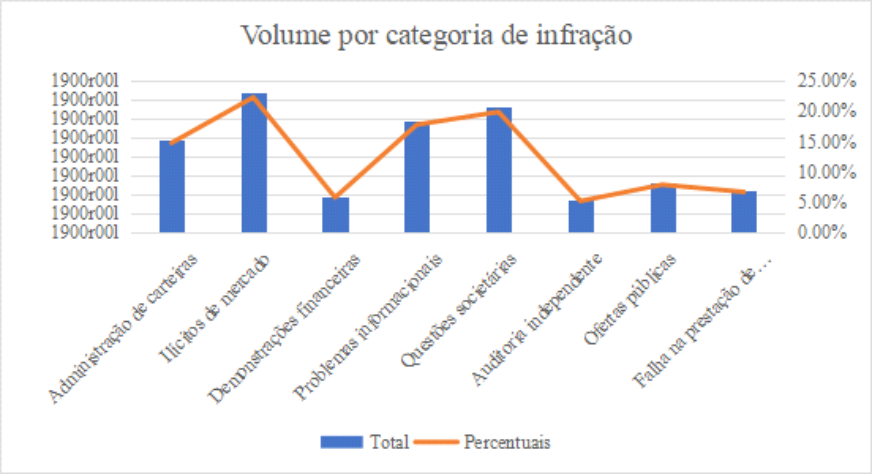
A análise das infrações objeto dos processos evidencia uma distribuição relativamente equilibrada entre diferentes categorias, com destaque para *ilícitos de mercado* (22,29%), *questões societárias* (19,88%) e *problemas informacionais* (17,77%), que, em conjunto, concentram a maior parte das 332 infrações identificadas.[26] Em segui-

26 A presença de mais de uma infração em determinados processos explica o número total de infrações superior ao de ocorrências decisórias.

da, aparecem infrações relacionadas com *administração de carteiras* (14,76%), *ofertas públicas* (7,83%) e *falha na prestação de serviços* (6,63%). Em menor incidência aparecem as infrações envolvendo *demonstrações financeiras* (5,72%) e *auditoria independente* (5,12%).

Gráfico 1 – *Boxplot* Poder Público

Gráfico 4 – Volume de decisões por categoria de infração



Fonte: Elaborada pelos autores (2026)

Ao cruzar as categorias de infração com os resultados das decisões, observa-se que o *não provimento* prevalece em todas as categorias, reforçando o padrão geral de manutenção das decisões da CVM.

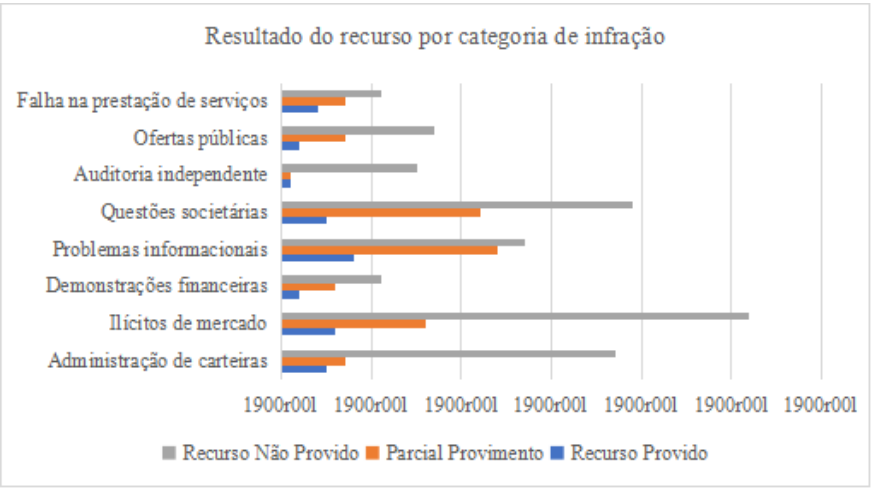
Ainda assim, a propensão à *reforma parcial* varia de forma relevante conforme a categoria de infração. As infrações relacionadas a *problemas informacionais* (40,68%) e *questões societárias* (33,33%) apresentam maior incidência de *provimentos parciais*, sugerindo que essas matérias, não raras vezes sujeitas a avaliações contextuais e subjetivas, oferecem maior espaço para ajustes específicos da decisão sancionadora.

Em contraste, *auditoria independente* (88,24%) e *administração de carteiras* (75,51%) exibem taxas mais elevadas de manutenção das decisões recorridas, indicando maior convergência do Colegiado com o entendimento da autoridade de primeira instância nessas matérias. Exceto em relação às infrações envolvendo *problemas informacionais* (45,76%), a maioria das decisões de todas as demais categorias foram pelo *não provimento* do recurso.

Por sua vez, os *provimentos integrais* são raros em todas as categorias, mas aparecem com maior frequência relativa em infrações relacionadas com *falha na prestação de serviços* (18,18%), *problemas informacionais* (13,56%) e *demonstrações financeiras* (10,53%). Em relação aos *ilícitos de mercado*, apesar do elevado volume de casos (22,29%), a taxa de *provimento integral* é reduzida (8,11%), o que indica maior cautela do CRSFN em afastar integralmente decisões sancionatórias em matérias de alta complexidade técnica.

Em conjunto, os dados apontam que a categoria de infração objeto do recurso influencia a frequência da revisão exercida pelo CRSFN, ainda que sem alterar o padrão predominante de manutenção das decisões da CVM.

Gráfico 5 – Resultado do recurso por categoria de infração



Fonte: Elaborada pelos autores (2026)

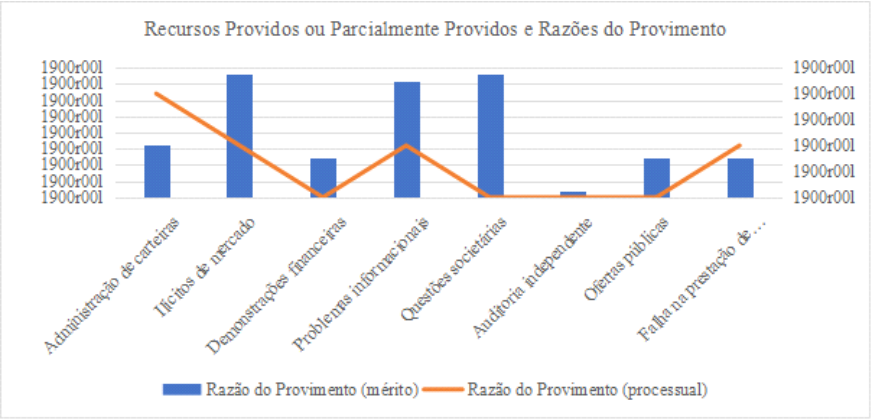
2.5. Análise sobre as decisões dos recursos e seus fundamentos.

Ao cruzarmos os dados sobre a natureza do objeto do recurso (i.e., mérito, processuais ou mérito e processuais) e o resultado das decisões do CRSFN, notamos que o *não provimento* predomina em todas as categorias, sendo mais frequente nos *recursos processuais* (71,43%) e nos recursos que combinam *questões de mérito e processuais* (65,08%). Nos recursos exclusivamente de *mérito*, embora o *não provimento* também seja majoritário (62,5%), observa-se uma maior incidência de *provimento parcial* (29,17%), inexistente nos recursos estritamente *processuais*.

Ao analisarmos mais detidamente os fundamentos para os *provimentos* e *provimentos parciais* de recursos no CRSFN, percebemos que eles decorrem, majoritariamente, de fundamentos de *mérito*, e não de aspectos *processuais*, independentemente da categoria de infração *objeto do processo*.

Esse padrão é particularmente evidente em *ilícitos de mercado*, *problemas informacionais* e *questões societárias*, que concentram os maiores volumes de reforma por *questões de mérito*. As decisões fundadas exclusivamente em *questões processuais* aparecem de forma pontual e residual, destacando-se apenas em infrações envolvendo *administração de carteiras* e *falha na prestação de serviços*, ainda assim em patamares inferiores às decisões baseadas no *mérito*. Em categorias como *auditoria independente*, praticamente não há *incidência de provimentos*, o que indica elevada deferência do Colegiado às decisões da CVM.

Gráfico 6 – Recursos Providos ou Parcialmente Providos
e Razões do Provimento



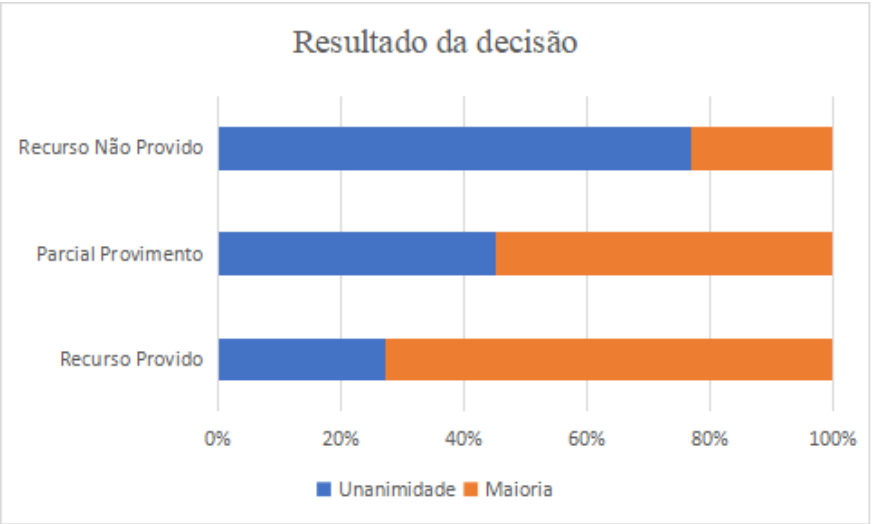
Fonte: Elaborada pelos autores (2026)

Em conjunto, os dados sugerem que a atuação revisora do CRSFN se orienta predominantemente pela reavaliação substantiva das infrações, e não pelo controle formal do procedimento administrativo.

2.6. Análise sobre o alinhamento decisório nas deliberações do Colegiado.

A forma de deliberação do Colegiado também fornece elementos relevantes para a análise do comportamento decisório do CRSFN. Os dados demonstram que 64,5% das ocorrências decisórias foram tomadas por *unanimidade* enquanto 35,5% foram por *maioria*. A elevada taxa de *unanimidade* não se restringe a decisões de *não provimento*, mas também está presente em *decisões de provimento parcial*. Em contraste, os *provimentos integrais* são majoritariamente decididos por *maioria*, o que sugere que reformas completas das decisões da CVM tendem a envolver maior controvérsia e, consequentemente, menor grau de consenso no âmbito do CRSFN.

Gráfico 7 – Resultado da decisão



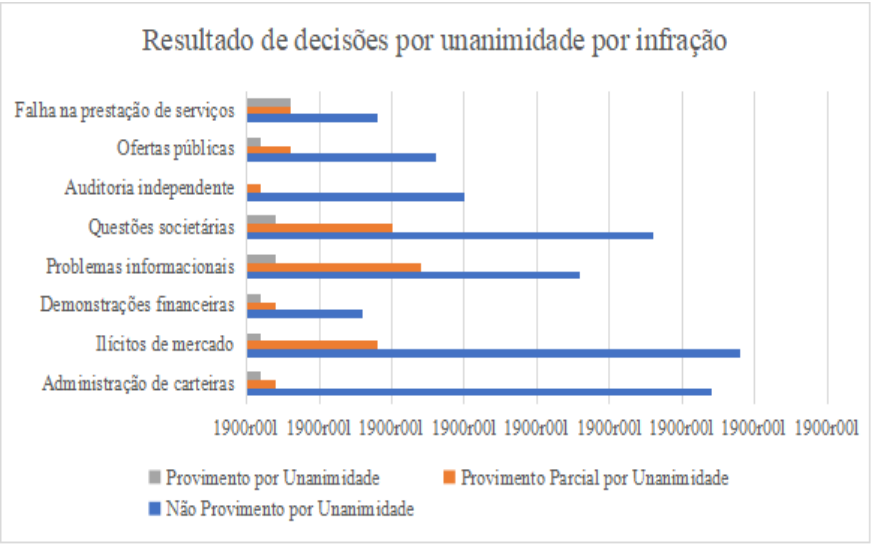
Fonte: Elaborada pelos autores (2026)

Ao analisarmos o resultado da deliberação por categoria de infração, notamos que há uma predominância de decisões tomadas por *unanimidade* em todas as categorias, especialmente nos casos em que a decisão do CRSFN é pelo *não provimento* do recurso. Esse padrão é mais acentuado em infrações envolvendo *ilícitos de mercado* e *administração de carteiras*, que concentram os maiores volumes de decisões unânimes pela manutenção das decisões da CVM. Também se observa elevada *unanimidade* em *questões societárias* e *problemas informacionais*, o que reforça a ideia de forte convergência interna do CRSFN quanto ao entendimento de mérito proferido pela CVM.

Ainda que menos frequentes, decisões unânimes de *provimento parcial* também aparecem de forma relevante, sobretudo em *questões societárias* e problemas informacionais, indicando que ajustes pontuais na decisão sancionadora podem ocorrer sem gerar dissenso entre os conselheiros. Já os *provimentos integrais* por *unanimidade* são residuais em todas as categorias, o que sugere que refor-

mas amplas das decisões da CVM são raras e, quando ocorrem, tendem a envolver maior complexidade ou controvérsia, reduzindo a probabilidade de consenso.

Gráfico 8 – Resultado de decisões por unanimidade por infração



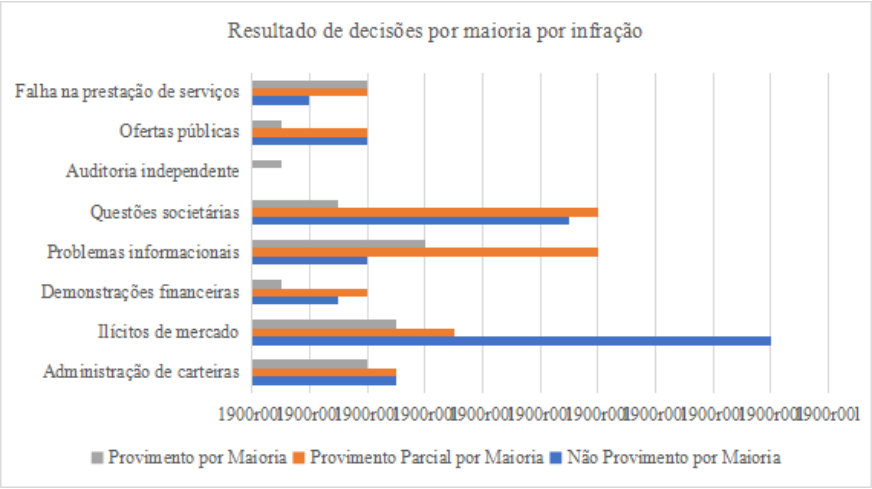
Fonte: Elaborada pelos autores (2026)

As decisões por *maioria* revelam um padrão associado a situações de maior controvérsia. O *não provimento* por maioria destaca-se especialmente nos casos de *ilícitos de mercado*, indicando que, embora a manutenção da decisão da CVM continue sendo o resultado predominante, esse tipo de infração gera maior grau de dissenso entre os conselheiros. Ainda que menos frequente, situação semelhante também é observada em infrações envolvendo *questões societárias*, sugerindo que essas matérias tendem a suscitar debates mais divididos no âmbito do Colegiado.

Os *provimentos parciais* por *maioria* concentram-se sobretudo em *problemas informacionais* e *questões societárias*, o que indica que a divergência decisória emerge com mais frequência quando o julgamento envolve a avaliação da adequação e tempestividade de

informações prestadas ao mercado ou da interpretação sobre a violação de direitos e obrigações societárias. Já os *provimentos integrais* por *maioria*, embora raros, ocorrem com maior frequência do que os *provimentos integrais* por *unanimidade*, conforme discutido acima.

Gráfico 9 – Resultado de Decisões por Maioria por Infração



Fonte: Elaborada pelos autores (2026)

Em conjunto, a comparação entre decisões unânimes e por maioria sugere que o CRSFN opera predominantemente por consenso, ocorrendo dissenso normalmente quando há decisões para o provimento integral do recurso.

2.7. Análise sobre o us o do voto de qualidade do Presidente.

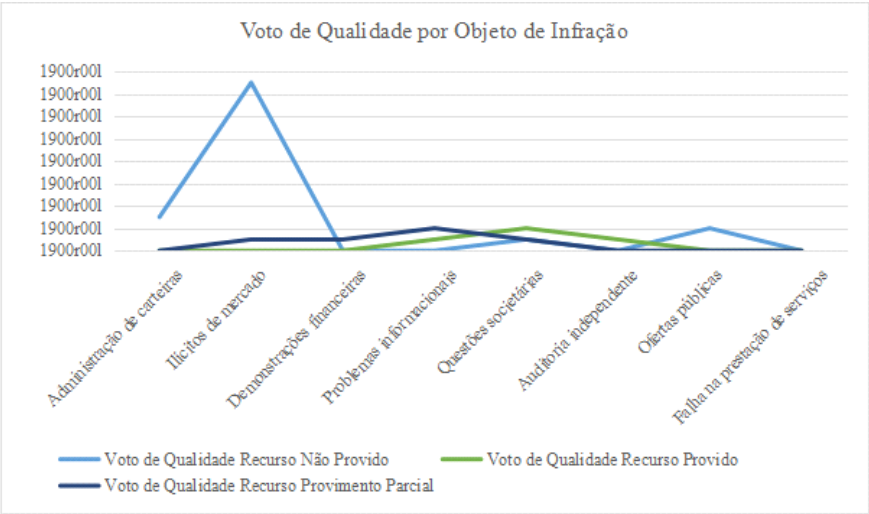
O uso do *voto de qualidade* da Presidência reflete o cenário de prevalência de consenso nas decisões do CRSFN apontado anteriormente. O *voto de qualidade* foi utilizado em apenas 26 ocorrências (9,70%), o que indica que empates decisórios são excepcionais. Além disso, quando utilizado, o *voto de qualidade* foi empregado majorita-

riamente para *não provimento* do recurso (73,08%), sendo menos frequente nos casos de *provimento integral* (11,54%) ou *parcial* (15,38%). Esse padrão sugere que o *voto de qualidade* atua mais como mecanismo residual de manutenção decisória do que como instrumento sistemático de reversão de decisões.

O *voto de qualidade* não se distribui de maneira homogênea entre categorias de infração objeto de recursos ao CRSFN. A incidência mais expressiva ocorre nos *ilícitos de mercado*, sobretudo para manutenção da decisão recorrida (*i.e.*, *não provimento*), indicando que essa categoria reúne os casos de maior dissenso interno no Colegiado.

Em contraste, para as demais categorias de infração, o *voto de qualidade* aparece em número reduzido e de forma mais equilibrada entre *provimento*, *provimento parcial* e *não provimento*. A utilização residual ou inexistente do *voto de qualidade* em categorias como *auditoria independente* e *falha na prestação de serviços* reflete a maior convergência decisória nesses temas.

Gráfico 10 – Voto de Qualidade por Objeto de Infração

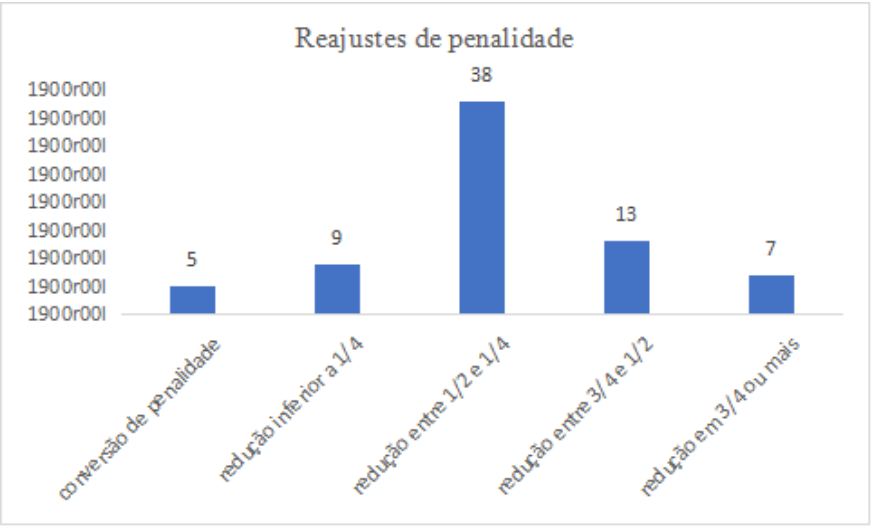


Fonte: Elaborada pelos autores (2026)

2.8. Análise sobre a revisão de dosimetria adotada pelo CRSFN.

A análise das revisões de dosimetria revela um traço importante do comportamento decisório do CRSFN ao permitir uma avaliação do grau de intervenção do Colegiado sobre as penalidades aplicadas por infrações no âmbito do mercado de capitais. Em 73 ocorrências (27,24%), houve ajuste da penalidade, predominantemente por reduções moderadas. A concentração das revisões nas faixas de redução entre 1/2 e 1/4 e entre 3/4 e , aliada à ausência de reduções extremas, indica que o Conselho atua de forma incremental, calibrando a resposta sancionatória sem descaracterizar o juízo de ilicitude formulado pela CVM, conforme demonstrado no gráfico abaixo.

Gráfico 11 – Reajustes de Penalidade



Fonte: Elaborada pelos autores (2026)

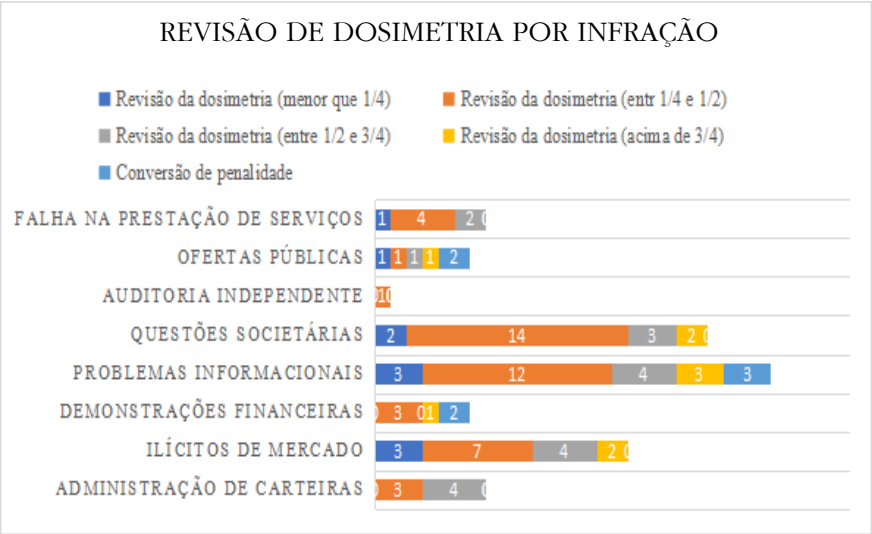
A análise da revisão de dosimetria por infração revela que a atuação do CRSFN na reavaliação das penalidades aplicadas pela CVM concentra-se, de forma mais expressiva, em infrações envolvendo *questões societárias* (17; 23,61%), *problemas informacionais* (15; 20,83%) e *ilícitos de mercado* (11;15,28%). Há predominância de

reduções intermediárias da penalidade (50; 69,44%), indicando uma postura de correção calibrada, voltada ao ajuste da intensidade sancionadora, e não à sua eliminação.

Em contraste, categorias como *auditoria independente* (1; 1,34%) e *demonstrações financeiras* (2; 2,78%) registram poucas ocorrências de revisão, sugerindo maior deferência do CRSFN à dosimetria fixada pela CVM nesses casos.

A conversão de penalidade aparece de forma pontual, concentrada sobretudo em problemas informacionais e ofertas públicas, o que indica que esse mecanismo é utilizado de maneira excepcional, em contextos específicos.

Gráfico 12 – Revisão de Dosimetria por Infração



Fonte: Elaborada pelos autores (2026)

Sendo assim, os dados sugerem que a revisão de dosimetria pelo CRSFN opera como instrumento de ajuste fino da sanção administrativa, refletindo uma atuação corretiva moderada e seletiva, e não uma revisão ampla ou sistemática das penalidades impostas pela CVM.

Conclusão.

Este artigo analisou empiricamente o comportamento decisório do CRSFN, a partir de 268 ocorrências decisórias extraídas de acórdãos proferidos entre 2021 e julho de 2025. O objetivo central foi testar a hipótese de que a origem institucional dos conselheiros não influencia de forma sistemática sua orientação decisória, especialmente quanto à manutenção ou reforma das decisões sancionatórias da CVM.

No plano inferencial, os testes estatísticos aplicados indicam uma associação estatisticamente significativa entre origem institucional e resultado do voto. Conselheiros indicados por entes públicos apresentam maior propensão agregada à manutenção das decisões da CVM, enquanto conselheiros indicados por entidades privadas demonstram maior frequência relativa de reversões.

Entretanto, a pesquisa não identificou padrões consistentes de polarização decisória associados à origem dos conselheiros. Em ambos os grupos, o não provimento dos recursos constitui o resultado majoritário, seguido por provimentos parciais em proporções semelhantes e por um número residual de provimentos integrais.

Além disso, a pesquisa evidencia que recursos que combinam questões de mérito e processuais concentram a maior parte das decisões de não provimento, enquanto recursos exclusivamente de mérito apresentam maior incidência de provimentos parciais, especialmente em matérias relacionadas a problemas informacionais e questões societárias. A utilização do voto de qualidade da Presidência mostrou-se pouco frequente.

Por fim, os achados do artigo contribuem para o debate mais amplo sobre independência decisória em instâncias administrativas revisoras no mercado de capitais. Ao menos no caso do CRSFN, a evidência empírica sugere que a composição paritária do órgão não se traduz em polarização decisória, reforçando a percepção de que o Colegiado atua de maneira predominantemente técnica.

Esses resultados abrem espaço para pesquisas futuras voltadas a análises comparativas com outros órgãos revisores, bem como para estudos que explorem, em maior profundidade, os determinantes técnicos e institucionais das decisões administrativas sancionadoras no Brasil.

RETENÇÃO DE LUCROS PARA A REALIZAÇÃO DE PROJETO E INCOMPATIBILIDADE DA DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS COM A SITUAÇÃO FINANCEIRA DA SOCIEDADE: MECANISMOS DE LIMITAÇÃO AO EXERCÍCIO DO DIREITO AOS DIVIDENDOS NAS COMPANHIAS BRASILEIRAS[1]

PROFIT RETENTION FOR PROJECT EXECUTION AND INCOMPATIBILITY OF DIVIDEND DISTRIBUTION WITH THE COMPANY'S FINANCIAL SITUATION: MECHANISMS OF LIMITATION OF THE EXERCISE OF DIVIDEND RIGHTS IN BRAZILIAN CORPORATIONS

*Carolina Flores Copetti Leite**

Resumo: A temática dos dividendos no regime das sociedades anônimas revela um inerente conflito de interesses entre (i.) os acionistas minoritários, que visam a obter retorno financeiro do seu investimento, (ii.) a própria companhia, que necessita de recursos para financiar sua atividade e pagar seus credores, e (iii.) a administração e os acionistas controladores, que tendem a priorizar a capitalização dos lucros para aumentar o patrimônio social e o valor de mercado da sociedade. O legislador da Lei das Sociedades Anônimas (Lei n. 6.404/1976), tendo em vista o regime legal anterior do Decreto-Lei n. 2.627/1940 e os abusos praticados em prejuízo dos minoritários, buscou estabelecer a justa medida entre tais interesses. Assim, de um lado, estabeleceu mecanismos que tutelam o direito dos acionistas ao

1 Artigo recebido em: 26.01.2026 e aceito em: 24.05.2026.

* Mestranda em Direito Privado junto ao Programa de Pós-Graduação em Direito da Universidade Federal do Rio Grande do Sul – UFRGS. Pós-Graduada em Direito dos Negócios pelo Programa de Pós-Graduação em Direito da Universidade Federal do Rio Grande do Sul – UFRGS. Graduada em Direito pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul – UFRGS. Advogada em Gerson Branco Advogados. E-mail: carolinaleite@gersonbranco.com.br.

recebimento de dividendos e, de outro, estipulou hipóteses específicas de retenção dos lucros e não pagamento de dividendos, como para a realização de projeto pela companhia ou então quando a distribuição for incompatível com a sua situação financeira, as quais serão objeto deste trabalho.

Palavras-chave: Dividendos. Sociedades Anônimas. Acionistas Minoritários. Retenção dos Lucros. Conflito de Interesses.

Abstract: The issue regarding dividend distribution in Brazilian corporations reveals an inherent conflict of interests among (i.) minority shareholders, who seek financial returns on their investment, (ii.) the company itself, which needs resources to finance its activities and pay its creditors, and (iii.) the management and controlling shareholders, who tend to prioritize the capitalization of profits to increase the company's assets and market value. Considering the previous legal regime in Brazil under Decree-Law No. 2,627/1940 and the abuses committed against minority shareholders, the legislator of the Brazilian Corporations Law (Law No. 6,404/1976) sought to establish a fair balance among these conflicting interests. Thus, on one hand, the Law created mechanisms that protect shareholders' rights to receive dividends, and on the other, it established specific circumstances under which profits may be retained and dividends may not be paid, such as for the execution of corporate projects or when distribution is incompatible with the company's financial situation, which constitute the focus of this study.

Keywords: Dividends. Corporations. Minority Shareholders. Profit Retention. Conflict of Interests.

Sumário: Introdução. 1. O Direito do Acionista aos Dividendos nas Sociedades Anônimas Brasileiras. 1.1. Conceituação e Concepção Jurídica dos Lucros e Dividendos. 1.2. Características e Exercício do Direito aos Dividendos. 2. Mecanismos de Limitação ao Exercício do Direito aos Dividendos no Sistema do Anonimato. 2.1. Retenção dos Lu-

cros Sociais para o Desenvolvimento de Projetos pela Companhia. 2.2. Não Distribuição dos Dividendos por Incompatibilidade com a Situação Financeira da Sociedade. Conclusão.

Introdução.

Costuma-se associar a política de dividendos de uma companhia à figura de um quebra-cabeça com peças que parecem não se encaixar.[2] Isso, porque as sociedades e, em especial, as companhias concentram interesses conflitantes entre si. Os acionistas minoritários são os maiores interessados em ter o lucro apurado distribuído na forma de dividendos para ter o retorno do seu investimento, ao passo que os administradores possuem o interesse de reter e capitalizar os lucros para aumentar o patrimônio social e dar sinais de boa gestão a terceiros.[3]

À luz disso, as sociedades anônimas podem dar origem a problemas de agência[4] relacionados à matéria dos dividendos. Na hipó-

---

2 BLACK, Fischer. *The dividend puzzle*. The Journal of Portfolio Management, Winter, 1976. p. 5.

3 O problema do autofinanciamento muito já foi abordado pela doutrina especializada. Exemplificadamente, Fábio Comparato e Calixto Salomão Filho afirmam que o controlador pode obter sua satisfação pessoal ao não distribuir dividendos, especialmente quando está inserido na direção da sociedade e recebe honorários significativos. Os autores lecionam, ainda, que a não distribuição de dividendos pode ser utilizada como um mecanismo de "congelamento" da minoria para a compelir a vender suas ações a baixo preço. COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014. p. 342.

4 Afirma-se que as companhias são formadas por partes "representadas", como acionistas minoritários, e por "representantes", como os membros da direção ou acionistas controladores. O bem-estar dos representados depende dos representantes, de modo que os problemas de agência surgem quando os agentes atuam no seu interesse próprio em detrimento do interesse dos representados. KRAAKMAN, Reinier *et al. A anatomia do direito societário: uma abordagem comparada e funcional.* São Paulo: Editora Singular, 2018. p. 79.

tese de não distribuição dos lucros aos acionistas na forma de dividendos, estes podem ser utilizados pelos acionistas controladores ou administradores de maneira não vantajosa para a companhia ou, até mesmo, em seu exclusivo benefício em detrimento dos interesses dos acionistas.[5]

Na vigência do Decreto-Lei 2.627/1940, era comum a reversão sistemática dos lucros do exercício, seja por meio da constituição de reservas, seja mediante outros mecanismos, sob a justificativa de autofinanciamento, o que desincentivava a aplicação de recursos pelos investidores e, consequentemente, o desenvolvimento do mercado acionário brasileiro.[6]

Isto é, a legislação anterior deixava a total cargo da maioria, reunida em assembleia, a tomada da decisão acerca da distribuição dos lucros na forma de dividendos, em razão do que, muitas vezes, estes eram reinvestidos integralmente, de forma excessiva,[7] por deliberação da administração e dos controladores.[8] Ainda, observa-se que a ausência de partilha dos lucros ocasionou diversos litígios entre os acionistas minoritários e majoritários.[9]

Dessa forma, o legislador brasileiro, visando a reestruturar o mercado primário de ações, promoveu reforma significativa no ordenamento societário por meio da promulgação da Lei das Sociedades

---

5 ROBERT, Bruno. *Dividendo mínimo obrigatório nas sociedades por ações brasileiras*: apuração, declaração e pagamento. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 69.

6 MARTINS, Pedro A. Batista. O direito do acionista de participar nos lucros sociais. *Revista da EMERJ*, Rio de Janeiro, v. 1, n. 1, 1998. p. 125.

7 CAMPOS, Luiz Antônio de Sampaio. Algumas notas sobre a utilização do lucro do exercício em curso: dividendo e recompra. *In*: ADAMEK, Marcelo Vieira Von (org.). *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos*. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 429.

8 ROBERT, Bruno. *Dividendo mínimo obrigatório nas sociedades por ações brasileiras*: apuração, declaração e pagamento. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 62.

9 BARBOSA, Marcelo. Direito de participar dos lucros sociais. *In*: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (org.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. p. 313.

Anônimas (Lei n. 6.404/1976), a qual, em muito, foi pautada na fixação de regras rigorosas voltadas à proteção dos acionistas minoritários,[10] como, por exemplo, a instituição do dividendo mínimo obrigatório, previsto no art. 2020 da Lei, e de regramento robusto e limitações para a constituição das reservas de lucro, previsto em diferentes dispositivos legais, dentre eles no art. 199.

Em 2001, a Lei das Sociedades Anônimas foi alterada pela Lei n. 10.303/2001, que buscou reformar a legislação com o intuito de desenvolver ainda mais o mercado de capitais brasileiro por meio do aumento das garantias dos acionistas minoritários[11] ao recebimento de dividendos.[12]

É necessário destacar, no entanto, que o legislador do regime do anonimato, ao promulgar a Lei das SA, visou a equilibrar o direito essencial dos acionistas à participação nos lucros com o interesse da própria companhia de, em determinadas situações, reter os lucros sociais para o desenvolvimento de determinado projeto ou quando a distribuição for incompatível com a sua situação financeira. Ressalva-se que as hipóteses de retenção dos lucros sociais são tratadas no regime do anonimato como medidas excepcionais[13] para evitar abusos da administração e dos acionistas majoritários que possam prejudicar os acionistas minoritários.

A busca pela justa medida foi, inclusive, referida pelo legislador na exposição de motivos do art. 202 da referida norma, ao esta-

---

10 MARTINS, Pedro A. Batista. O direito do acionista de participar nos lucros sociais. *Revista da EMERJ*, Rio de Janeiro, v. 1, n. 1, 1998. p. 125.

11 ROBERT, Bruno. *Dividendo mínimo obrigatório nas sociedades por ações brasileiras*: apuração, declaração e pagamento. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 58.

12 EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada*. v. 3. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 94.

13 PORTO, Marília Sampaio. VIEIRA, Thiago Fiuza Camargos Guelber de Barros. A constituição de reservas: uma ferramenta legítima de destinação de resultados ou violação de direitos de acionistas minoritários? *In*: SILVA, Izabel Cristina de Lima, FIGUEIREDO, Laura Faria Reis RIBEIRO, Lucas Zauli (Org.). *Estudos Sobre Conflitos Societários*. Belo Horizonte: Editora Expert, 2024. p. 102.

belecer que a distribuição dos lucros por meio dos dividendos encontrará limites na necessidade de preservação da sobrevivência da sociedade: "[...] Daí o Projeto fugir a posições radicais, procurando medida justa para o dividendo obrigatório, protegendo o acionista até o limite em que, no seu próprio interesse, e de toda a comunidade, seja compatível com a necessidade de preservar a sobrevivência da empresa."[14].

Este artigo, em sua primeira parte, analisará o direito do acionista aos dividendos (ponto 1), com ênfase na conceituação e concepção jurídica dos lucros e dividendos (ponto 1.1.) e nas características e exercício do direito aos dividendos (ponto 1.2.), e, em sua segunda parte, abordará os mecanismos de limitação do direito aos dividendos (ponto 2), especificamente a retenção dos lucros sociais para o desenvolvimento de projetos pela companhia (ponto 2.1.) e não distribuição dos dividendos por incompatibilidade com a situação financeira da sociedade (ponto 2.2.).

1. O direito do acionista aos dividendos nas sociedades anônimas brasileiras.

O direito à participação nos lucros sociais é um direito essencial dos acionistas no regime do anonimato brasileiro, do qual não poderão os sócios ser privados por qualquer deliberação assemblear ou disposição estatutária. Uma das formas de exercício do referido direito é por meio do recebimento de dividendos, de modo que, após a deliberação, em Assembleia Geral Ordinária, do pagamento de dividendos, a parcela de lucro a eles referente deixa de ser de titularidade da sociedade e passa a ser dos sócios, formando-se uma relação

14 BRASIL. Exposição de Motivos n.º 196, de 24 de junho de 1976, do Ministério da Fazenda. Projeto de lei das sociedades por ações (Lei 6.404/76). Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/acesso-a-informacao-cvm/institucional/sobre-a-cvm/EM196Lei6404.pdf. Acesso em: 11 nov. 2025.

obrigacional em que os acionistas passam a ser credores da obrigação de pagamento dos dividendos da qual a companhia é devedora.

Neste ponto do trabalho, será proposta uma conceituação e distinção entre os lucros e dividendos, bem como será promovida a sua qualificação jurídica dentre os institutos de direito privado existentes (ponto 1.1.). Além do mais, será apresentada a forma de exercício do direito aos dividendos no ordenamento jurídico brasileiro (ponto 1.2.).

1.1. Conceituação e concepção jurídica dos lucros e dividendos.

A finalidade lucrativa é da essência das sociedades anônimas e constitui um de seus elementos caracterizadores.[15] Isto é, a busca pelo lucro é o objetivo mediato de todas as sociedades anônimas.[16] Nessa linha, a essencialidade do fim lucrativo é tanta que a atividade fiscalizatória da Comissão de Valores Mobiliários ("CVM") deve ser priorizada e voltada às companhias que não apresentam lucro em balanço.[17]

Afirma-se que a causa do contrato de sociedade tem origem na sua função econômica e natureza dúplice, qual seja a realização dos lucros e a sua distribuição entre os sócios.[18] A aquisição da situa-

---

15 EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada*. v. 3. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 17. A essencialidade da finalidade lucrativa das companhias pode ser verificada no art. 2 da Lei das Sociedades Anônimas, segundo o qual "pode ser objeto da companhia qualquer empresa de fim lucrativo, não contrário à lei, à ordem pública e aos bons costumes.".

16 TRINDADE, Marcelo Fernandez. Distribuição de dividendos ao alienante anteriormente à transferência das ações. *In*: GOUVÊA, Carlos P.; PARGENDLER, Mariana; LEVI-MINZI, Maurizio (Org.). *Fusões e aquisições: pareceres*. São Paulo: Grupo Almedina, 2022. p. 226.

17 Conforme art. 8º, inc. V, da Lei n. 6.385/76, compete à CVM "V - fiscalizar e inspecionar as companhias abertas dada prioridade às que não apresentem lucro em balanço ou às que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório.".

18 EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada*. v. 3. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 18.

ção jurídica de sócio faz surgir ao acionista um feixe de direitos e obrigações, incluindo o direito de participar nos lucros sociais.[19]

Embora similares, os "lucros" e "dividendos" não devem ser tratados como sinônimos. Os lucros podem ser definidos como "toda a vantagem ou utilidade que alguém pode tirar de uma coisa ou de um negócio"[20] ou, sob uma perspectiva técnica-mercantil, como os frutos decorrentes do capital investido pelos acionistas, sendo aferido a partir da dedução, das despesas, da receita gerada por determinada atividade.[21] Ainda, o lucro pode ser relativo ao resultado positivo de uma operação isolada ou de determinado período, qual seja o exercício social.[22]

Já os dividendos representam o lucro distribuído aos acionistas.[23] Em outras palavras, os dividendos consistem no quociente do lucro dividido pelo número de ações detidas por cada acionista,[24] devendo o dividendo ser igual para todos os sócios pertencentes a uma mesma categoria.[25] Também, pode-se afirmar que a forma gerundiva

---

19 ROBERT, Bruno. *Dividendo mínimo obrigatório nas sociedades por ações brasileiras:* apuração, declaração e pagamento. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 37.

20 MARTINS, Fran. *Comentários à lei das sociedades anônimas: lei n.º 6.404*, de 15 de dezembro de 1976, volume 2, tomo II: artigos 166 a 205. Rio de Janeiro: Forense, 1984. p. 652.

21 *Ibidem*. p. 653.

22 CAMPOS, Luiz Antônio de Sampaio. Algumas notas sobre a utilização do lucro do exercício em curso: dividendo e recompra. *In*: ADAMEK, Marcelo Vieira Von (org.). *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos*. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 428. O autor, ainda, refere que, na Lei das Sociedades Anônimas, o termo "lucro" é empregado para se referir ao resultado positivo do exercício social ou exercício anterior, sendo apenas, de forma excepcional, utilizado para se referir a períodos mais curtos do que o exercício social, como, por exemplo, o previsto no art. 204 da Lei, que trata sobre a distribuição de dividendos intermediários.

23 CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. v. 2, arts. 75 a 137. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 394.

24 LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Do direito do acionista ao dividendo*. São Paulo: Obelisco, 1969. p. 309.

25 VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por ações*. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1959. p. 400.

da palavra "dividendo" denota que o termo corresponde ao lucro a ser repartido entre os sócios.[26]

A centralidade da finalidade lucrativa das companhias e da distribuição dos lucros na forma de dividendos foi apontada no Recurso Especial n. 1.321.263, julgado em 2016 pela Terceira Turma do Superior Tribunal de Justiça, sob relatoria do Ministro Moura Ribeiro.[27]

Neste caso, analisou-se uma companhia fechada que, em doze exercícios sociais, teve resultado positivo apenas em três exercícios e, em apenas um deles, deliberou pela distribuição de dividendos aos seus acionistas. Por conta disto, foi requerida a dissolução parcial da sociedade por não atingimento do seu fim, com fundamento no art. 206, II, "b" da Lei das AS.[28] Em seu voto, o ministro relator pontuou que o fim visado pelas sociedades é o lucro, de modo que, na sua inexistência, na ocorrência de prejuízos constantes e na ausência de distribuição de dividendos aos sócios, quaisquer dos acionistas podem pleitear a sua dissolução.

No que tange à sua natureza jurídica, os dividendos são considerados frutos civis. Os frutos são utilidades produzidas periodicamente pelo bem principal, sendo os frutos civis aqueles provenientes da utilização da coisa por pessoa distinta do seu proprietário, como, por exemplo, juros e aluguéis.[29] Logo, os dividendos são os frutos civis oriundos do rendimento normal de cada ação.[30] Assim, os

---

26 COMPARATO, Fábio Konder. A constituição da reserva de lucros a realizar e o dividendo obrigatório. *In*: _____. *Novos ensaios e pareceres de direito empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1981. p. 151

27 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça (Terceira Turma). Recurso Especial n. 1.321.263/PR. Relator: Ministro Moura Ribeiro. *Diário de Justiça Eletrônico*, Brasília, 06 dez. 2016.

28 Conforme o referido dispositivo legal, tem-se que: "Dissolve-se a companhia: [...] II - por decisão judicial: [...] b) quando provado que não pode preencher o seu fim, em ação proposta por acionistas que representem 5% (cinco por cento) ou mais do capital social; [...].".

29 AMARAL, Francisco. *Direito civil: introdução*. 10. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2018. p. 448-449.

30 VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por ações*. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1959. p. 401.

dividendos são os frutos provenientes da exploração econômica da coisa[31] ou, sob outra perspectiva, dos investimentos de cada sócio na companhia e da sua submissão aos riscos oriundos da atividade empresarial exercida pela sociedade.[32]

Os frutos, em sua origem, são coisas acessórias da principal, mas, dela, ganham autonomia após o seu nascimento,[33] podendo ser objeto de disposição mesmo antes da sua separação.[34] Ainda, observa-se que os frutos pertencem ao titular do bem principal, salvo ajuste diverso entre as partes.[35]

A Lei das Sociedades Anônimas reconhece a natureza jurídica dos dividendos enquanto "frutos", tendo em vista que determina, em seu art. 205, que os dividendos serão pagos ao acionista que, no momento da declaração do dividendo, estiver inscrito como proprietário ou usufrutuário da ação.[36] Assim, conclui-se que, no sistema do anonimato, os dividendos ganham autonomia quando declarados e a titularidade das ações determinará a quem devem ser pagos – se ao acionista ou ao usufrutuário.[37]

---

31 TRINDADE, Marcelo Fernandez. Distribuição de dividendos ao alienante anteriormente à transferência das ações. *In*: GOUVÊA, Carlos P.; PARGENDLER, Mariana; LEVI-MINZI, Maurizio (Org.). *Fusões e aquisições: pareceres*. São Paulo: Grupo Almedina, 2022. p. 228.

32 ROBERT, Bruno. *Dividendo mínimo obrigatório nas sociedades por ações brasileiras:* apuração, declaração e pagamento. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 45.

33 CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. v. 2, arts. 75 a 137. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 229.

34 Assim está disposto no art. 95 do Código Civil, segundo o qual "Apesar de ainda não separados do bem principal, os frutos e produtos podem ser objeto de negócio jurídico.".

35 O art. 1.232 determina que "Os frutos e mais produtos da coisa pertencem, ainda quando separados, ao seu proprietário, salvo se, por preceito jurídico especial, couberem a outrem".

36 Conforme art. 205 "A companhia pagará o dividendo de ações nominativas à pessoa que, na data do ato de declaração do dividendo, estiver inscrita como proprietária ou usufrutuária da ação."

37 TRINDADE, Marcelo Fernandez. Distribuição de dividendos ao alienante anteriormente à transferência das ações. *In*: GOUVÊA, Carlos P.; PARGENDLER, Mariana; LEVI-MINZI, Maurizio (Org.). *Fusões e aquisições: pareceres*. São Paulo: Grupo Almedina, 2022. p. 230.

1.2. Características e exercício do direito aos dividendos.

Além de compreender a distinção entre os lucros e dividendos e sua natureza jurídica, é necessário, igualmente, tratar sobre as características do direito dos acionistas aos dividendos e sua forma de exercício estabelecida na Lei das Sociedades Anônimas, o que passa a ser objeto deste ponto.

Inicialmente, destaca-se que os acionistas possuem o direito essencial de participar dos lucros sociais, conforme disposto no art. 109, inciso I, da Lei das SA.[38-39] Tal direito é irrenunciável pelo seu titular[40] e inderrogável pelo estatuto social ou por deliberação da Assembleia Geral.[41] Em que pese a principal participação do acionista nos lucros sociais ocorra por meio dos dividendos, não é a única.

Assim, de acordo com o artigo mencionado anteriormente, é correto afirmar que o acionista possui um direito genérico de participar nos lucros sociais, consistente em não ser privado do benefício econômico oriundo da apuração dos lucros da companhia[42]. Esta "não privação" concretiza-se no recebimento de dividendos, mas também, por exemplo, no aumento do valor patrimonial das suas ações.[43] Vê-se, dessa forma, uma primeira característica do direito aos

---

38 Na forma do art. 109, inciso I: art. 109. Nem o estatuto social nem a assembléia-geral poderão privar o acionista dos direitos de: I - participar dos lucros sociais;".

39 No regime legal anterior, encabeçado pelo Decreto-Lei n. 2.627/1940, os acionistas já tinham o direito ao dividendo, pois, conforme previsão do seu art. 78, nem os estatutos, nem as deliberações assembleares, poderiam privar o sócio de participar dos lucros sociais.

40 CAMILO JUNIOR, Ruy Pereira. A distribuição diferenciada dos dividendos por decisão assemblear em companhias. *Revista do Advogado*, n. 152, dez. 2021, p. 141.

41 EIZIRIK, Nelson. Dividendos intercalares. Prazo para pagamento. Interpretação do artigo 205, §3º, da Lei das S.A. *In*: _____. *Temas de direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

42 COMPARATO, Fábio Konder. A constituição da reserva de lucros a realizar e o dividendo obrigatório. *In*: _____. *Novos ensaios e pareceres de direito empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1981. p. 152.

43 A título comparativo, refere-se que, no direito societário estadunidense, inexiste a figura dos dividendos obrigatórios como no Brasil. Desse modo, fica a critério da direção das com-

dividendos: decorre do direito essencial à participação nos lucros sociais (genérico), mas com ele não se confunde.

Uma segunda característica do direito aos dividendos é de que o seu exercício depende da existência de lucro líquido do exercício na forma do art. 191 da Lei das AS.[44] Do resultado do exercício, devem ser deduzidos os prejuízos acumulados e provisão para imposto de renda (art. 189 da Lei)[45] e, após, as participações de empregados, administradores e partes beneficiárias (art. 190 da Lei).[46] Do saldo, restará o lucro líquido do exercício.

---

panhias (e não da Assembleia Geral, como conhecemos) a decisão acerca do pagamento ou não dos dividendos aos seus acionistas. No estado de Delaware, por exemplo, o Delaware General Corporation Law, em seu §170(a), determina que os diretores podem, a seu critério, declarar e pagar dividendos. Por conta disto, a elaboração das políticas de dividendos e a definição da *payout ratio* costumam ser objeto de intensos debates em tal contexto. Os economistas Franco Modigliani e Merton Miller criaram a teoria da irrelevância do dividendo, segundo a qual o recebimento de dividendos é indiferente para os acionistas, tendo em vista que sua satisfação pode advir do aumento do valor das suas ações por meio do reinvestimento dos lucros e a posterior de revenda das ações a terceiros a qualquer tempo. MILLER, Merton H.; MODIGLIANI, Franco. *Dividend policy, growth, and the valuation of shares*. The Journal of Business, v. 34, n. 4, p. 411-433, out. 1961. A teoria de Modigliani e Miller foi criticada pela "*bird in the hand preference theory*", teoria segundo a qual os acionistas tendem a preferir a obter o retorno do seu investimento por meio de dividendos em detrimento do lucro reinvestido, tendo em vista que a capitalização dos lucros pode ter algumas desvantagens e representar riscos aos acionistas, como, por exemplo, a companhia pode perder seu valor de mercado e cair o preço das ações, havendo, ainda, vantagem tributária dos dividendos em comparação com o ganho de capital, dentre outras. ROBERT, Bruno. *Dividendo mínimo obrigatório nas sociedades por ações brasileiras:* apuração, declaração e pagamento. São Paulo: Quartier Latin, 2011. 197. p. 66.

44 Conforme o art. 191 da Lei das Sociedades Anônimas: "Lucro líquido do exercício é o resultado do exercício que remanescer depois de deduzidas as participações de que trata o artigo 190.".

45 Conforme o art. 189 da Lei das Sociedades Anônimas: "Do resultado do exercício serão deduzidos, antes de qualquer participação, os prejuízos acumulados e a provisão para o Imposto sobre a Renda.".

46 Conforme o art. 190 da Lei das Sociedades Anônimas: "As participações estatutárias de empregados, administradores e partes beneficiárias serão determinadas, sucessivamente e nessa ordem, com base nos lucros que remanescerem depois de deduzida a participação anteriormente calculada.".

Ainda que existente lucro líquido do exercício, para que os acionistas possam exercer o seu direito aos dividendos, deve a administração formular proposta de destinação do lucro para tanto, em observância ao art. 192 da Lei das Sociedades Anônimas.[47] A proposta elaborada pelos órgãos da administração será submetida para deliberação da assembleia geral ordinária subsequente ao exercício social retratado nas contas da administração. Serão pautas da AGO a destinação do lucro do exercício, conforme proposta apresentada pelos administradores, e a distribuição dos dividendos na forma do art. 132, inciso II da Lei das SA.[48]

Tendo em vista as condicionantes ao exercício do direito aos dividendos, costuma-se classificá-lo sob uma perspectiva bipartite: direito *expectativo* do dividendo a deliberar e o direito *expectado* do dividendo deliberado.

Diferente de uma expectativa de direito, fato fora do mundo jurídico, o direito expectativo já é tutelado juridicamente,[49] tendo adqui-

---

47 Conforme o art. 190 da Lei das Sociedades Anônimas: "Juntamente com as demonstrações financeiras do exercício, os órgãos da administração da companhia apresentarão à assembléia-geral ordinária, observado o disposto nos artigos 193 a 203 e no estatuto, proposta sobre a destinação a ser dada ao lucro líquido do exercício.". Ainda, destaca-se que o art. 176, § 3º da Lei determina que: "As demonstrações financeiras registrarão a destinação dos lucros segundo a proposta dos órgãos da administração, no pressuposto de sua aprovação pela assembléia-geral.".

48 Conforme art. 132, inciso II da Lei das Sociedades Anônimas: "Anualmente, nos 4 (quatro) primeiros meses seguintes ao término do exercício social, deverá haver 1 (uma) assembléia-geral para: [...] II - deliberar sobre a destinação do lucro líquido do exercício e a distribuição de dividendos; [...].".

49 Distingue-se o direito expectativo ao dividendo de um direito condicional ou eventual. Carvalhosa afirma que os direitos condicionais ou eventuais não são adquiridos até que o evento que os condiciona venha a acontecer, de modo que, na não ocorrência do evento, o direito condicional/eventual é extinto. Diferentemente, no direito expectativo ao dividendo, mesmo que a companhia não venha a distribuir dividendos aos acionistas em determinado exercício, o direito ao dividendo segue intangível e podendo ser exercido em relação ao lucro apurado nos exercícios seguintes. CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. v. 2, arts. 75 a 137. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 389.

rido "foros de cidadania no mundo do direito".[50] Havendo (i.) a existência de lucro líquido de exercício e (ii.) a deliberação pela distribuição de dividendos, o direito expectativo deixa de existir e faz nascer o direito expectado ao dividendo. Em outras palavras, o direito expectativo aos dividendos habilita o acionista à aquisição de outro direito sucessivo, consistente no direito expectado aos dividendos.[51]

Assim que surgido o direito expectado ao dividendo, o acionista passa a ter um direito de crédito perante a companhia, constituindo-se uma relação de natureza obrigacional, na qual o sócio é credor da obrigação de pagar os dividendos pela sociedade devedora.[52] Por ser um direito de crédito, é disponível, podendo ser cedido pelo acionista a terceiros ou então objeto de renúncia pelo sócio.

Uma vez deliberada a distribuição de dividendos,[53] seu pagamento será promovido no prazo estipulado pela assembleia geral, sendo que, na ausência de deliberação com essa finalidade, este deverá ocorrer em até sessenta dias, desde que dentro do exercício so-

---

50 LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Do direito do acionista ao dividendo*. São Paulo: Obelisco, 1969. p. 310. O autor afirma que há diferentes "graus de espera" daquele que expecta. Às vezes, nascerá para quem expecta um direito ou pretensão – como os acionistas e o direito aos dividendos, outras vezes não, como é o caso do herdeiro que tem uma mera expectativa de direito à herança, que somente se tornará um direito após o falecimento do terceiro.

51 TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*. São Paulo: Bushatsky, 1979. p. 588.

52 LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades anônimas: comentários à lei* (arts. 189 a 300). v. 3. Rio de Janeiro: Renovar, 2012. p. 80.

53 Observa-se que o art. 204 da Lei das Sociedades Anônimas autoriza as companhias a apurarem o lucro e distribuir dividendos em períodos inferiores (semestral ou menor) ao exercício social, que possui duração de 12 meses. Tratam-se dos dividendos intermediários e intercalares. Os *dividendos intermediários* são aqueles pagos em determinado exercício a partir de lucros acumulados de exercício anterior – ou seja, sua distribuição é embasada em balanço já aprovado. Por outro lado, os dividendos intercalados são distribuídos com base em balanço levantado durante o exercício, ainda não aprovado pela AGO. Tanto os dividendos intermediários quanto os intercalares têm origem estatutária e a decisão acerca da sua distribuição é de competência restrita dos órgãos da administração. EIZIRIK, Nelson. Dividendos intercalares. Prazo para pagamento. Interpretação do artigo 205, §3º, da Lei das S.A. *In*: _____. *Temas de direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 117-118.

cial, conforme previsto no art. 205, §3º da Lei das SA.[54] Tendo em vista se tratar de um crédito do acionista, na ausência de pagamento dentro do prazo, poderá ele ajuizar ação de cobrança em face da sociedade.[55]

Em relação ao momento de nascimento do direito expectado, tribunal arbitral da Câmara de Arbitragem do Mercado (CAM – B3) entendeu que, uma vez declarado o lucro líquido do exercício e deliberada a sua distribuição na forma de dividendos aos acionistas, este passa a ser dos sócios e não mais da sociedade, razão pela qual não pode a companhia dispor sobre o lucro já deliberado.[56]

Neste caso, foi determinada em Assembleia Geral Ordinária a distribuição dos dividendos mínimos obrigatórios relativos ao exercício anterior. Posteriormente, foi realizada Assembleia Geral Extraordinária, com presença de aproximadamente 70% do capital votante e aprovação de pouco mais de 50%, na qual os acionistas deliberaram por suspender o pagamento dos dividendos em decorrência de alteração drástica da situação financeira da sociedade, com fundamento no art. 202, §4º da Lei das SA.

Os acionistas dissidentes ingressaram com a arbitragem junto ao CAM-B3 em face da companhia e, ao final do procedimento, os árbitros julgaram que o permissivo legal, constante no dispositivo recém mencionado, constitui exceção à regra geral e deve ser utilizado anteriormente à deliberação, em AGO, da destinação do lucro líquido

---

54 Conforme art. 205, §3º da Lei das Sociedades Anônimas: "[...] § 3º O dividendo deverá ser pago, salvo deliberação em contrário da assembléia-geral, no prazo de 60 (sessenta) dias da data em que for declarado e, em qualquer caso, dentro do exercício social."

55 EIZIRIK, Nelson. Dividendos intercalares. Prazo para pagamento. Interpretação do artigo 205, §3º, da Lei das S.A. *In*: _____. *Temas de direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.p. 136.

56 CÂMARA DE ARBITRAGEM DO MERCADO. Ementa n. 40.1.3.2020, publicada na 7ª Edição do Ementário de Sentenças Arbitrais., Societário, Sentença Arbitral Final, proferida em 28 ago. 2019, nos termos do item 7.10. do Regulamento de Arbitragem. São Paulo, 20 dez. 2024. Disponível em: https://www.camaradomercado.com.br/pt-br/ementario.html

apurado. Ainda, entendeu-se que a declaração do lucro líquido do exercício e a sua destinação ao pagamento de dividendos aos acionistas representam o momento em que os valores referentes aos dividendos deixam de pertencer ao ativo da sociedade para ingressar no patrimônio dos sócios.

2. Mecanismos de limitação ao exercício do direito aos dividendos no sistema do anonimato.

Em que pese a Lei das Sociedades Anônimas e suas reformas subsequentes tenham, em muito, visado a tutelar o direito dos acionistas minoritários ao recebimento dos seus dividendos por meio da criação de diferentes mecanismos legais, como o dividendo mínimo obrigatório e o extenso regramento relacionado aos limites para criação de reservas, as companhias podem, em hipóteses restritas, capitalizar o lucro líquido do exercício e, consequentemente, não distribuir dividendos aos acionistas.

Assim, este capítulo abordará duas das referidas hipóteses, quais sejam a retenção de lucros sociais para o desenvolvimento de projetos pela companhia com base em orçamento de capital (ponto 2.1.) e a não distribuição de dividendos por incompatibilidade com a situação financeira da sociedade anônima (ponto 2.2.).

2.1. Retenção dos lucros sociais para o desenvolvimento de projetos pela companhia.

O artigo 196 da Lei das Sociedades Anônimas prevê a possibilidade de a Assembleia Geral Ordinária, por proposta da administração, deliberar pela retenção de parcela dos lucros com base em orçamento de capital,[57] sendo que o saldo deve ser distribuído na forma

57 Conforme art. 196 da Lei das Sociedades Anônimas: "A assembléia-geral poderá, por proposta dos órgãos da administração, deliberar reter parcela do lucro líquido do exercício prevista

de dividendos. Posto de outra forma, pode a companhia reter parte dos lucros - e não distribuir dividendos - para a realização de determinado projeto.

Em determinados casos, a distribuição de dividendos pode ir de encontro com os interesses da própria companhia de se autofinanciar.[58] Isto é, destinar parte dos lucros ao pagamento de dividendos pode comprometer o caixa da sociedade e os recursos disponíveis necessários à sua operação. Além do mais, a necessidade de obtenção de crédito pode resultar na contratação, pela companhia, de operações de endividamento, com incidência de taxas de juros e necessidade de apresentação de garantias, como, por exemplo, constituição dos diretores como fiadores.[59] Esta é uma clara situação de confronto entre os interesses dos acionistas e os interesses da sociedade.

Tendo em vista o alto risco de geração de conflitos, relacionados ao autofinanciamento, entre os acionistas minoritários e a sociedade anônima, a Lei das Sociedades Anônimas estipulou o regramento aplicável aos casos em que as companhias desejam manter o lucro em caixa para determinada finalidade. Para que tal faculdade seja autorizada, é necessário que a sociedade, por meio da Assembleia Geral, aprove orçamento de capital que fundamente a retenção de lucros. Diferentemente das hipóteses referidas no art. 199 da Lei,[60] a

---

em orçamento de capital por ela previamente aprovado.".

58 PERLMAN, Marcelo Giovanni. Repensando os dividendos obrigatórios. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, v. 29, p. 118-132, jul./set. 2005.

59 Pedro Batista Martins refere outros argumentos utilizados pelos defensores do autofinanciamento das companhias (dos quais não é partidário), como, por exemplo, a utilização do próprio capital pelas sociedades evita a ingerência de credores em assuntos sociais e preserva-se a sua liberdade de condução dos negócios. MARTINS, Fran. *Comentários à lei das sociedades anônimas: lei n.º 6.404*, de 15 de dezembro de 1976, volume 2, tomo II: artigos 166 a 205. Rio de Janeiro: Forense, 1984. p. 127.

60 Conforme art. 199 da Lei das Sociedades Anônimas: "O saldo das reservas de lucros, exceto as para contingências, de incentivos fiscais e de lucros a realizar, não poderá ultrapassar o capital social. Atingindo esse limite, a assembléia deliberará sobre aplicação do excesso na

retenção do art. 196 não se submete ao limite no valor do capital social, mas sim ao orçamento de capital.[61] Todavia, não poderá ser aprovada a retenção em prejuízo da distribuição do dividendo obrigatório, conforme art. 198.[62]

O artigo em comento não estabelece detalhamento significativo acerca do orçamento de capital, mas determina, em seu parágrafo primeiro, alguns requisitos, quais sejam: (i.) o orçamento deve prever as fontes de recursos e aplicações de capital fixo ou circulante, (ii.) o orçamento deve ter prazo de duração de até cinco exercícios, exceto se a execução do projeto subjacente tenha prazo superior.[63]

---

integralização ou no aumento do capital social ou na distribuição de dividendos.". O referido dispositivo legal regra que eventual saldo das reservas de lucros, com exceção das reservas de contingências, incentivos fiscais e lucros a realizar, não deve ser superior ao capital social da companhia, mas, em sendo, deve haver deliberação da AG para aplicar o excedente na integralização do capital, no aumento do capital social ou na distribuição do valor entre os acionistas na forma de dividendos. O art. 199 consiste em verdadeira tentativa do legislador de criação de barreiras à excessiva retenção dos lucros pelas SA na forma de reservas de lucros. EIZIRIK, Nelson. Dividendos intercalares. Prazo para pagamento. Interpretação do artigo 205, §3º, da Lei das S.A. *In*: _____. *Temas de direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 73. Marcelo Barbosa elenca o art. 199 da Lei dentre os diferentes comandos do legislador que reforçam o direito dos acionistas à participação nos lucros sociais, incluindo, mas sem se limitar a, o art. 199 (diferentes requisitos para a criação de reservas de lucros), o art. 198 (vedação da destinação de lucros à constituição de reservas estatutárias ou retenção em prejuízo à distribuição do dividendo obrigatório), e o art. 202, §6º (previsão de distribuição dos lucros na forma de dividendos que não tenham sido destinados às reservas legais, estatutárias, de contingências e de lucros a realizar nem retidos conforme art. 196). BARBOSA, Marcelo. Direito de participar dos lucros sociais. *In*: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (org.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. p. 312-313.

61 EIZIRIK, Nelson. Dividendos intercalares. Prazo para pagamento. Interpretação do artigo 205, §3º, da Lei das S.A. *In*: _____. *Temas de direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 63.

62 Conforme art. 198 da Lei das Sociedades Anônimas: "A destinação dos lucros para constituição das reservas de que trata o artigo 198 e a retenção nos termos do artigo 196 não poderão ser aprovadas, em cada exercício, em prejuízo da distribuição do dividendo obrigatório (artigo 202).".

63 Conforme art. 196, §1º da Lei das Sociedades Anônimas: "O orçamento, submetido pelos órgãos da administração com a justificação da retenção de lucros proposta, deverá compreender todas as fontes de recursos e aplicações de capital, fixo ou circulante, e poderá ter a duração

Em sede doutrinária, defende-se que, adicionalmente ao previsto em tal dispositivo legal, o orçamento de capital deve ter uma especificação de diferentes aspectos do projeto, como, por exemplo, "cronograma das etapas do investimento",[64] "recursos financeiros a serem realizados pela sociedade na aquisição, formação e construção de ativos imobilizados ou diferidos e em investimentos que contribuirão para a melhoria da gestão empresarial".[65]

Além do mais, o parágrafo segundo estabelece que o orçamento de capital deve ser revisto anualmente caso tenha prazo de duração superior ao exercício social.[66] A obrigatoriedade de revisão anual do orçamento de capital evita que sejam retidos, de forma indefinida,[67] lucros excedentes ao que seja efetivamente necessário para a realização do projeto pretendido pela sociedade.

Na Apelação Cível nº 1002549-61.2016.8.26.0565, julgada em outubro de 2019, sob relatoria do Desembargador Grava Brazil, a 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo analisou a legalidade de retenções dos lucros efetuadas por sociedade anônima diante do disposto no art. 196.[68]

---

de até 5 (cinco) exercícios, salvo no caso de execução, por prazo maior, de projeto de investimento.".

64 MARTINS, Fran. *Comentários à lei das sociedades anônimas: lei n.º 6.404*, de 15 de dezembro de 1976, volume 2, tomo II: artigos 166 a 205. Rio de Janeiro: Forense, 1984. p. 129.

65 CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. v. 3, arts. 138 a 205. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 904.

66 Conforme art. 196, §2º da Lei das Sociedades Anônimas: "O orçamento poderá ser aprovado pela assembléia-geral ordinária que deliberar sobre o balanço do exercício e revisado anualmente, quando tiver duração superior a um exercício social.".

67 EIZIRIK, Nelson. Dividendos intercalares. Prazo para pagamento. Interpretação do artigo 205, §3º, da Lei das S.A. *In*: _____. *Temas de direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 65.

68 BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo (2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial). Apelação Cível nº 1002549-61.2016.8.26.0565. Relator: Desembargador Grava Brazil. *Diário de Justiça Eletrônico*, São Paulo, 22 out. 2019.

Acionista minoritária ingressou com ação declaratória de nulidade de deliberações assembleares, cumulada com obrigação de fazer, consistente no pagamento de dividendos pela companhia, sob o argumento de que estes teriam sido indevidamente retidos. O objeto da ação gira em torno de deliberações oriundas de AGOE realizada em abril de 2016, quais sejam: (i.) retenção integral dos lucros do exercício pela companhia do exercício de 2015, (ii.) aumento de capital e (iii.) pagamento de bônus aos diretores com origem dos lucros retidos.

Assim, a acionista minoritária ajuizou a ação com, essencialmente, quatro pedidos, quais sejam: (i.) declaração de nulidade das deliberações, (ii.) determinação do pagamento de dividendos pela companhia, (iii.) em sede liminar, suspensão das deliberações até o encerramento da demanda[69] e (iv.) reconhecimento do abuso do poder de controle da acionista controladora.

Em relação ao pedido de declaração de nulidade das deliberações, o Tribunal anulou as deliberações relativas ao pagamento de bônus à diretoria por entender estar configurado abuso de poder de controle, bem como anulou o aumento de capital social e a retenção dos lucros do exercício de 2015, restringindo-a a 50% do montante apurado.[70] Quanto ao pedido de determinação do pagamento de dividendos, os julgadores determinaram a distribuição de 50% dos lucros do exercício de 2015. No tocante ao pedido de reconhecimento do abuso de poder de controle, o Tribunal reconheceu parcialmente ter havido abuso especificamente na deliberação que determinou o pagamento de bônus à diretoria a partir dos lucros retidos.

---

69 A tutela liminar pleiteada não foi concedida em 1º grau, tendo a autora interposto agravo de instrumento que foi parcialmente provido em 2º grau. O julgamento do agravo determinou a retenção, pela companhia, de apenas 50% do lucro líquido do exercício de 2015 e estabeleceu que o restante deveria ser distribuído aos acionistas na forma de dividendos.

70 A restrição de 50% das retenções consolidou a limitação determinada em sede de julgamento da tutela liminar requerida, objeto de julgamento de agravo de instrumento.

Especificamente em relação à legalidade das retenções efetuadas, com fundamento no art. 196 da Lei, os desembargadores votaram em sentidos opostos.

O relator, Grava Brazil, entendeu que a formalidade do referido artigo legal foi cumprida, tendo sido apresentados orçamento de capital, projeto de investimentos e parecer econômico-financeiro aptos a justificar as retenções entre os exercícios de 2015-2017.[71] O julgador, ainda, amparou a legalidade das retenções na prova pericial produzida nos autos, que apontou ter havido expressiva valorização das ações da sociedade entre os anos de 2008 e 2015, o que reforçaria que as retenções e destinação do lucro às atividades da companhia foram realizadas no interesse social, em seu benefício e, consequentemente, em prol dos acionistas.

Os desembargadores Ricardo Negrão e Sérgio Shimura apresentaram votos divergentes ao relator. Para o primeiro, não houve qualquer projeto de pesquisa ou de investimento aprovado pela companhia desde 2009 de modo a embasar as retenções. Por tais motivos, o referido julgador votou por dar total provimento ao recurso da acionista minoritária e determinar a redistribuição de todos os lucros retidos desde 2009.

Já o desembargador Shimura entendeu que não houve, no caso julgado, qualquer orçamento de capital, tampouco prova de projeto de investimento em pesquisa ou financiamento e que, nesse sentido, foi demonstrado em prova pericial que nunca houve registro contábil de projeto. Ainda, pontuou que não havia indicativo de eventual crise de liquidez apta a fundamentar as retenções e que o orçamento apresentado para o triênio 2015-2017 constituiu mera for-

---

71 Ainda que a controvérsia girasse em torno das retenções de lucro referentes ao exercício de 2015, as retenções referentes aos exercícios anteriores também foram objeto de análise para verificar eventual abuso de poder de controle pela acionista controladora. Neste caso, a companhia, comprovadamente, desde 2009 reteve lucros, aumentou o capital e pagou bônus aos diretores. Não foram apresentados orçamentos de capital relativos às retenções de 2013-2014, mas sim apenas do triênio 2015-2017.

malidade, tendo em vista que não foram preenchidos os requisitos mínimos estabelecidos na legislação.[72]

O desembargador, por tais motivos, entendeu estar configurada situação de abuso de poder de controle pela acionista controladora em prejuízo à acionista minoritária, afirmando que o abuso ocorre não apenas na malversação dos recursos da companhia, mas também quando a sociedade paga aos minoritários apenas os dividendos mínimos obrigatórios de modo a obstar a sua participação na integralidade dos lucros. Assim, o desembargador votou pelo provimento integral do recurso.

2.2. Não distribuição dos dividendos por incompatibilidade com a situação financeira da sociedade.

A segunda possibilidade de retenção dos lucros e não distribuição aos sócios por meio de dividendos ocorre quando houver incompatibilidade com a situação financeira da companhia, conforme previsão do artigo 202, §4º da Lei das Sociedades Anônimas.[73] Tal hipótese retrata, novamente, um conflito de interesses flagrante entre os interesses dos acionistas (principalmente minoritários) e da própria companhia.

---

72 Como exemplo de requisitos, o desembargador Sérgio Shimura referiu "fontes de recursos, planilhas de custos ou objeto de pesquisa". Ainda, observou que devem ser apresentadas justificativa e explicação detalhada do projeto de investimento ou pesquisa aptos a embasar a análise, pelos acionistas e conselho fiscal, da conveniência, utilidade e necessidade da retenção dos lucros.

73 Conforme art. 202, §4º da Lei das Sociedades Anônimas: "O dividendo previsto neste artigo não será obrigatório no exercício social em que os órgãos da administração informarem à assembléia-geral ordinária ser ele incompatível com a situação financeira da companhia. O conselho fiscal, se em funcionamento, deverá dar parecer sobre essa informação e, na companhia aberta, seus administradores encaminharão à Comissão de Valores Mobiliários, dentro de 5 (cinco) dias da realização da assembléia-geral, exposição justificativa da informação transmitida à assembléia.".

O referido dispositivo está inserido no art. 202 da Lei, que trata sobre a figura do dividendo mínimo obrigatório,[74] relevante inovação introduzida pelo legislador da Lei n. 6.404/1976 com o intuito de tutelar o direito dos acionistas minoritários a participar dos lucros sociais por meio do recebimento de dividendos.[75] Apesar de parecer

---

74 O art. 202 da Lei das SA trouxe ao ordenamento jurídico brasileiro o instituto do dividendo mínimo obrigatório, que estabelece que, havendo lucro líquido, as companhias devem, necessariamente, destinar parte aos acionistas por meio de dividendos (observadas algumas exceções previstas em Lei, inclusive aquela objeto do item 2.1. anterior). EIZIRIK, Nelson. Dividendos. Pagamento *in natura* ou parcelado em moeda corrente. In: _____. Temas de direito societário. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 257. O art. 202 da Lei das Sociedades Anônimas estipula que o estatuto social pode fixar livremente as regras sobre a distribuição do dividendo obrigatório, podendo consistir em porcentagem do lucro ou capital social ou então outros critérios regrados com precisão e minúcia. Em caso de omissão estatutária, devem ser pagos dividendos obrigatórios sobre 50% do lucro líquido do exercício, reduzidas reserva legal (art. 193) e reserva de contingências (art. 195) e acrescida de reversão da reserva de contingências e lucros a realizar. Sobre a regra *default*, Marcos Paulo de Almeida Salles aponta que esta é "contornável" por meio da instituição no estatuto, no ato instituidor da sociedade, de qualquer outro valor determinado ou percentual, já que o art. 202 prioriza a liberdade estatutária para estipulação das regras para aferição do dividendo obrigatório. SALLES, Marcos Paulo de Almeida. Política de dividendos. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, v. 14, p. 79, out. 2001. Ainda, o art. 202 estabelece que caso o estatuo seja omisso e a assembleia geral delibere por incluir normas sobre o tema, o dividendo obrigatório não poderá ser inferior a 25% do lucro líquido ajustado (aferido conforme o inciso I do art. 202). Ainda, aponta-se que, havendo redução do dividendo mínimo obrigatório, poderá o acionista retirar-se da sociedade mediante reembolso do valor das suas ações, conforme previsto no art. 137 c/c art. 136, III da Lei das SA. ROBERT, Bruno. *Dividendo mínimo obrigatório nas sociedades por ações brasileiras:* apuração, declaração e pagamento. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 59.

75 Para Bruno Robert, a inclusão do dividendo mínimo obrigatório na Lei das SA consistiu em "reação urgente e incisiva" do legislador para desenvolver o mercado de capitais brasileiro e conquistar novamente a confiança dos acionistas. O autor, ainda, aponta que o mecanismo do dividendo mínimo obrigatório opera por meio da redução da autonomia dos administradores e da maioria assemblear para decidir sobre a alocação dos lucros sociais. ROBERT, Bruno. *Dividendo mínimo obrigatório nas sociedades por ações brasileiras:* apuração, declaração e pagamento. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 73-74. Marcelo Martins Moura aponta que a contribuição do legislador, com a inclusão na lei do dividendo mínimo obrigatório, foi de, ao atribuir competência para o estatuto social fixar as regras relacionadas, possibilitar que todos os acionistas tenham prévio acesso ao *quantum* mínimo do lucro social que será distribuído a cada exercício na forma de dividendos. Deslocou-se o momento de definição das regras pertinentes ao dividendo mínimo obrigatório da AGO anual para a assembleia de constituição da companhia que aprova o seu estatuto social. MOURA, Marcelo Martins. Direito de escolha da

paradoxal a escolha do legislador de incluir uma hipótese de não pagamento de dividendos no dispositivo legal que trata, especificamente, sobre a obrigatoriedade de pagamento de dividendos, inexiste contraditoriedade. Constitui, em realidade, uma tentativa do legislador de contrabalancear a obrigatoriedade de pagamento de dividendos com a preservação da empresa.[76]

Ainda que, em determinado exercício, sejam declarados lucros do exercício pela AGO da companhia, podem os órgãos da administração informar à Assembleia que o pagamento de dividendos é incompatível com a situação financeira da sociedade.[77] Para tanto, é necessário que o conselho fiscal da companhia, caso esteja em funcionamento, emita parecer sobre tal questão. Adicionalmente, os administradores das companhias abertas devem, no prazo de cinco dias da data de realização da AGO, encaminhar comunicado à Comissão de Valores Mobiliários com exposição justificativa da proposta de não distribuição de dividendos apresentada à Assembleia.

Observa-se que a decisão acerca do não pagamento de dividendos, sob o fundamento de incompatibilidade com a situação financeira da companhia, deve ser tomada no âmbito da AGO que apreciar as contas e proposta de destinação dos lucros apresentada pelos órgãos da administração. Isto é, após a realização da AGO e tendo sido deliberada a distribuição de dividendos aos acionistas, não pode a companhia "arrepender-se" da decisão e convocar nova Assembleia para revogar a deliberação anterior. Isso, porque, conforme exposto no item 1.2. *supra* deste trabalho, tendo sido tomada a decisão de distribuição de dividendos em AGO, a titularidade dos lu-

---

forma de participação no lucro social: uma proposta alternativa ao dividendo mínimo obrigatório. 2021. Dissertação (Mestrado em Direito) – Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2021. p. 61-62.

76 EIZIRIK, Nelson. Dividendos. Pagamento *in natura* ou parcelado em moeda corrente. In: _____. *Temas de direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 257.

77 Nesse sentido, remete-se ao caso julgado pelo CAM B3, em que, em decorrência de alteração na situação financeira da sociedade, foi deliberada a retenção dos lucros em alteração à deliberação anterior tomada em AGO – que havia determinado o pagamento de dividendos. O referido caso está melhor exposto no item 1.2. *supra*.

cros (já na forma de dividendos) passa a ser dos acionistas,[78] não estando mais no campo de disponibilidade da sociedade.[79]

Para haver a regularidade da retenção, o §5º do art. 202 determina que deverá ser constituída reserva especial para registro dos lucros não distribuídos, cuja finalidade será, primordialmente, a absorção de prejuízos em exercícios futuros e, não havendo prejuízos, o pagamento de dividendos assim que houver compatibilidade com a situação financeira da sociedade.[80]

O legislador não definiu, no dispositivo em análise, em que situações haveria "incompatibilidade" da distribuição de dividendos com a situação financeira da companhia. Assim, pode-se entender que esta será verificada toda vez que a sociedade não possuir liquidez, isto é, caixa para pagar os dividendos, ainda que apresente boa situação econômica.[81] Pode-se, ainda, pensar que tal incompatibilidade ocorrerá em caso de insolvência da sociedade, por conta de condições contratuais assumidas pela companhia (por exemplo, contratos com terceiros que exijam que a sociedade tenha nível mínimo de recursos próprios) ou então caso a sociedade esteja em fase de expansão e necessite reinvestir internamente as receitas geradas no exercício.[82]

---

78 GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. *Manual das companhias ou sociedades anônimas*. 3. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2013. p. 131.

79 Nelson Eizirik afirma existir lacuna legal em relação à hipótese em que, após a deliberação de pagamento de dividendos, houver deterioração da situação financeira da companhia que torne impraticável a distribuição. Para o jurista, neste caso, os administradores, agindo no interesse da sociedade, poderiam suspender o pagamento dos dividendos mediante deliberação com aprovação por, pelo menos, maioria dos acionistas em sede de AGE. EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada*. v. 3. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 138.

80 Conforme art. 202, §5º da Lei das Sociedades Anônimas: "Os lucros que deixarem de ser distribuídos nos termos do § 4º serão registrados como reserva especial e, se não absorvidos por prejuízos em exercícios subseqüentes, deverão ser pagos como dividendo assim que o permitir a situação financeira da companhia.".

81 EIZIRIK, Nelson. Dividendos. Pagamento *in natura* ou parcelado em moeda corrente. In: _____. *Temas de direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 259.

82 PERLMAN, Marcelo Giovanni. Repensando os dividendos obrigatórios. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, v. 29, p. 118-132, jul./set. 2005.

No processo sancionador n. RJ2013/5634, julgado pela Comissão de Valores Mobiliários em outubro de 2014, acionista minoritário pleiteou a responsabilização dos administradores de sociedade anônima sob distintos fundamentos, dentre eles o não pagamento de dividendos declarados em AGO relativos a diferentes exercícios sociais, afirmando ter havido violação ao artigo 205, §3º, da Lei nº 6.404/76.[83]

Neste caso, a sociedade comprometeu-se a pagar aos minoritários os dividendos referentes ao exercício de 2009 durante o exercício de 2010 no mês de abril. Diante da mora, a companhia comunicou, em 2012, que a sociedade detinha lucros, ainda não realizados inteiramente, que seriam destinados ao pagamento dos dividendos e que, por conta da lenta realização dos recursos em seu caixa, a sociedade teve que destinar os valores disponíveis ao custeio da operação da empresa para que esta permanecesse viável.

Posteriormente, em 2013, a sociedade informou que o atraso no pagamento dos dividendos perdurava em decorrência de problemas financeiros por ela vivenciados, os quais teriam culminado em pedido de recuperação judicial pela companhia. Ainda, a sociedade, em defesa, afirma que a crise financeira ocasionou a desvalorização das suas ações e isto teria inviabilizado acordo com terceiro que resultaria em aporte de capital.

A CVM entendeu pela procedência do pedido de responsabilização dos administradores por conta da não distribuição de dividendos, tendo o relator, em seu voto, pontuado que o sistema da Lei n. 6.404/1976 prioriza o direito dos acionistas de receber os dividendos de cada exercício social, no entanto faculta a sua distribuição quando for incompatível com a situação financeira da companhia. O relator entendeu que, apesar de a Lei oferecer mecanismos autorizadores do não pagamento de dividendos nas situações específicas nela delimi-

---

83 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador n. RJ2013/5634. Relator: Diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes. Rio de Janeiro, 21 de outubro de 2014.

tadas, como o art. 202, §4º, a companhia não se utilizou das referidas ferramentas normativas.

Dessa forma, definiu o julgador que não deve ser considerado o argumento de que a crise financeira teria impactado na distribuição de dividendos, pois tanto a não realização do acordo com o terceiro, quanto o pedido de recuperação judicial ocorreram anos após a AGO que deliberou pelo pagamento dos dividendos. Entende-se que o julgado é interessante para demonstrar que, ainda que a companhia enfrente, de forma comprovada, crise financeira que impacte a sua liquidez, tal fato, por si só, não é suficiente para impedir a distribuição de dividendos já deliberados, devendo ser observado, integralmente, o preceito legal estabelecido no art. 202, §4º da Lei das S.A.

Conclusão.

A matéria envolvendo os dividendos no regime do anonimato concentra um verdadeiro conflito de interesses entre os acionistas minoritários, a própria companhia, os órgãos da administração e os acionistas majoritários. De um lado, tem-se os acionistas com participação minoritária, ansiando obter retorno do seu investimento realizado. De outro, tem-se a companhia com necessidade de manutenção em recursos em caixa para o custeio da sua atividade, bem como os órgãos da administração e os acionistas majoritários com estratégias de capitalização dos lucros sociais para aumentar o patrimônio e, consequentemente, o valor de mercado da companhia.

É inegável que a Lei das Sociedades Anônimas privilegia o direito dos acionistas à participação nos lucros sociais por meio da distribuição de dividendos. O legislador de 1976 e, posteriormente, o de 2001, com o intuito de fomentar o desenvolvimento do mercado nacional de capitais, estabeleceu diferentes mecanismos legais com vistas a evitar retenções e capitalizações indevidas dos lucros sociais pelos órgãos da administração e por deliberação dos acionistas controladores em sede assemblear.

Alguns dos referidos mecanismos são, exemplificativamente, regras robustas para a criação de reservas de lucros (arts. 193 a 200), com a previsão expressa de que as reservas e retenções não podem ser aprovadas em prejuízo do dividendo mínimo obrigatório (art. 198), e, principalmente, a instituição da figura do dividendo mínimo obrigatório (art. 202), segundo o qual as companhias são livres para prever em seus estatutos a parcela de lucros a ser destinada ao pagamento de dividendos aos acionistas e, na ausência de disposição estatutária nesses termos, aplicam-se as diretrizes do art. 202.

Entretanto, observa-se que o legislador, igualmente, buscou contrabalancear os interesses conflitantes relacionados aos dividendos e estabeleceu algumas hipóteses que autorizam a retenção do lucro e a sua não distribuição na forma de dividendos. A primeira delas, analisada neste trabalho, é a retenção para o desenvolvimento de projeto pela sociedade com base em orçamento de capital (art. 196), segundo a qual os lucros podem ser destinados a uma finalidade determinada definida pela companhia por prévia proposta da administração e aprovação da assembleia geral.

Já a segunda situação é a de não distribuição de dividendos quando esta for incompatível com a situação financeira da sociedade anônima (art. 202, §4º), desde que mediante prévia comunicação da administração com parecer do conselho fiscal (se estiver em funcionamento), devendo, ainda, ser constituída reserva especial no valor dos lucros que deixaram de ser distribuídos na forma de dividendos.

A POSSIBILIDADE DA DISSOLUÇÃO PARCIAL NAS SOCIEDADES DE PESSOAS DE CAPITAL FECHADO[1]

THE AVAILABILITY OF PARTIAL DISSOLUTION IN CLOSELY HELD COMPANIES WITH PERSONAL CHARACTERISTICS

*Allef Querino**
*Caroline Vallerini***

Resumo: Este artigo examina a dissolução parcial nas sociedades anônimas de capital fechado, analisando a possibilidade de aplicação desse mecanismo jurídico a tais estruturas societárias. A pesquisa mostra-se relevante considerando que as sociedades anônimas de capital fechado são regidas pelas mesmas disposições da Lei n.º 6.404/76, que também regula as sociedades anônimas de capital aberto, nas quais a dissolução parcial é admitida apenas como medida excepcional, condicionada ao atendimento dos requisitos estabelecidos no art. 206, incisos II e III. Nesse contexto, o estudo questiona a adequação da aplicação dos mesmos critérios previstos para as sociedades anônimas de capital aberto às sociedades de capital fechado, tendo em vista que as primeiras são predominantemente estruturadas como sociedades de capital, enquanto as segundas frequentemente se aproximam das sociedades de pessoas. A questão jurídica decorre da diferenciação estrutural das sociedades anônimas de capital fechado, comumente associadas a estruturas familiares ou à composição acionária restrita, nas quais o princípio do *intuitu personae*, intima-

1 Artigo recebido em: 16.02.2026 e aceito em: 08.06.2026.

* Professor assistente na Graduação e Mestrado na PUC-SP. Mestrando em Direito pela Pontifícia Universidade Católica- SP (Brasil). Graduado pelo Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais IBMEC/SP (Brasil). Advogado. E-mail: allefquerino26@gmail.com

** Especialista em mercados de capitais pelo IBMEC/SP. Graduada em Administração de Empresas pela FMU e em Direito pela Universidade Paulista. Advogada. E-mail: vallerinic@gmail.com

mente relacionado à *affectio societatis*, costuma prevalecer. Em contrapartida, as sociedades anônimas de capital aberto caracterizam-se pela predominância do elemento patrimonial, reduzindo a relevância da identidade pessoal dos acionistas. Essa distinção evidencia a natureza híbrida das sociedades anônimas de capital fechado, posicionadas entre os modelos tradicionais de sociedades de pessoas e sociedades de capital. O estudo tem como objetivo analisar a aplicabilidade da dissolução parcial nas sociedades anônimas de capital fechado sob a perspectiva do art. 599, §2º, do Código de Processo Civil de 2015. A pesquisa adota abordagem qualitativa, utilizando o método dedutivo, com base em análise doutrinária e jurisprudencial, a fim de identificar os critérios jurídicos que justificam a aplicação desse instituto.

Palavras-chave: Dissolução parcial. Sociedade anônima de capital fechado. Sociedade de capital fechado. *Affectio societatis*.

Abstract: This article examines the availability of partial dissolution in closely held corporations under Brazilian corporate law, assessing whether this judicial remedy may properly extend to such corporate entities. The issue is particularly significant because closely held corporations are governed by the same statutory framework established by the Brazilian Corporations Act (Law No. 6,404/1976), which likewise regulates publicly held corporations. Under the Act, however, partial dissolution is available only as an exceptional remedy and only upon satisfaction of the requirements set forth in Article 206, items II and III. Against this statutory framework, the Article questions whether the legal standards governing publicly held corporations should also apply to closely held corporations. Whereas publicly held corporations are principally organized around the aggregation of capital, rendering the identity of individual shareholders largely irrelevant, closely held corporations often exhibit characteristics traditionally associated with person-oriented business organizations, in which the relationship among shareholders is fundamental to the continued operation of the enterprise. This distinction stems from the unique organizational structure of closely held corporations,

which are frequently family-owned or composed of a limited number of shareholders. In such corporations, the principle of *intuitu personae*, closely connected to the concept of *affectio societatis*, often plays a decisive role in preserving the corporate relationship. Publicly held corporations, by contrast, are defined by the predominance of investors' economic interests, with comparatively little significance attached to the personal identity of shareholders. This contrast illustrates the hybrid nature of closely held corporations, which occupy an intermediate position between traditional person-oriented business organizations and capital-based corporations. Accordingly, this Article examines the applicability of partial dissolution to closely held corporations under Article 599, § 2, of the Brazilian Code of Civil Procedure (2015). The research adopts a qualitative methodology and employs deductive reasoning, drawing upon Brazilian legal scholarship and judicial precedent to identify the legal principles that support extending this remedy to closely held corporations.

Keywords: Partial dissolution. Closely held corporations. Brazilian corporate law. *Affectio societatis*. Corporate dissolution.

Sumário: Introdução. 1. Dissolução Parcial nas Sociedades Familiares. 2. Exercício de Poder e Oportunidades do Acionista em Sociedades Fechadas. 3. Da Possibilidade da Dissolução Parcial pelo CPC 2015. Conclusão.

Introdução.

O artigo tem como finalidade o estudo da dissolução parcial nas sociedades de capital fechado no direito nacional, a partir da análise à luz da legislação vigente. Para o desenvolvimento da pesquisa, os autores analisaram jurisprudências que tratam do tema, bem como estudos doutrinários anteriores relacionados à matéria, com o objetivo de subsidiar as conclusões desenvolvidas ao longo do trabalho.

Considerando a amplitude e a complexidade do objeto de estudo, não constitui propósito dos autores esgotar a temática, sobretudo porque o debate sobre a dissolução parcial nas sociedades de capital fechado antecede, inclusive, sua consolidação jurisprudencial. A possibilidade de incidência desse instituto ganhou maior relevo com a previsão procedimental trazida pelo diploma processual civil, especialmente diante das restritas hipóteses de dissolução previstas na legislação das sociedades anônimas, o que contribuiu para o surgimento de intensas controvérsias jurídicas.

Nesta senda, parte da doutrina e da jurisprudência passou a admitir, em situações específicas, a invocação subsidiária de normas do Código Civil, notadamente quando se verifica que, em determinadas circunstâncias, esse tipo societário aproxima-se mais das sociedades de pessoas do que das sociedades tipicamente de capital. Nesses casos, discute-se a incidência supletiva dos dispositivos relativos à resolução da sociedade em relação ao sócio, especialmente aqueles que tratam da retirada e da apuração de haveres.

De forma antagônica ao que ocorre nas sociedades de capital aberto, que têm o seu capital à disposição no mercado primário e secundário, que é então definida pelo art. 4º do diploma n.º 6.404/76,[2] a sociedade de capital fechado, frequentemente identificada como sociedade familiar, pode distinguir-se do modelo tradicional das sociedades de capital pela concentração de seu capital social, associada, em determinadas circunstâncias, a um marcante caráter personalíssimo. Não raramente, tais sociedades são constituídas com o propósito de preservar o patrimônio e as riquezas acumuladas no âmbito da entidade familiar.

No direito brasileiro, assim como ocorre em outros sistemas jurídicos, as sociedades são classificadas de acordo com suas particu-

2 Art. 4º Para os efeitos desta Lei, a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários.

laridades, as quais lhes conferem características próprias, cuja ausência pode descaracterizar o tipo societário, ao passo que a presença de determinados elementos contribui para sua identificação e enquadramento jurídico.

Nesse contexto, a doutrina tradicional distingue as sociedades em sociedades de pessoas e sociedades de capital. A diferenciação entre essas categorias decorre justamente das características intrínsecas e extrínsecas que estruturam cada modelo societário, cuja verificação demanda análise criteriosa dos elementos que compõem a organização e o funcionamento da sociedade.

As denominadas "sociedades de pessoas", embora a nomenclatura possa ser objeto de crítica terminológica, considerando que inexiste sociedade sem a participação, direta ou indireta, de pessoas naturais, distinguem-se das chamadas "sociedades de capital", nas quais a qualidade pessoal dos acionistas possui relevância reduzida para o êxito ou insucesso da atividade empresarial. Nessa última, assume papel preponderante o aporte patrimonial destinado ao desenvolvimento da atividade econômica, evidenciando a predominância do *intuitu pecuniae*.

Fato é que ambas as categorias constituem construção dogmática desenvolvida pela doutrina com a finalidade de sistematizar o direito societário. Tratando-se de classificação jurídica estruturada a partir da prevalência de determinados elementos na formação e manutenção do vínculo societário, seja a valorização do elemento pessoal nas sociedades de pessoas, seja a predominância do elemento patrimonial nas sociedades de capital.

Para fins ilustrativos, o ordenamento jurídico contemporâneo admite que pessoas jurídicas integrem o quadro societário de outras pessoas jurídicas, inclusive admitindo hipóteses de sociedade unipessoal. Todavia, ainda que haja estrutura societária formada exclusivamente por pessoas jurídicas, permanece subjacente a atuação humana na consecução da atividade econômica, cuja finalidade consiste na obtenção e partilha de resultados. Em que pese a distinção entre so-

ciedades de pessoas e sociedades de capital ser objeto de ampla discussão doutrinária, com autores que divergem quanto aos critérios de diferenciação, não constitui objetivo dos autores o posicionamento definitivo acerca da controvérsia. Assim, para fins didáticos, optou-se por adotar as lições de Rubens Requião[3] e Fábio Ulhôa Coelho.[4]

O primeiro sustenta que não há fundamento para a afirmação categórica de que a sociedade anônima fechada possui, como elemento necessariamente caracterizador, o intuitu personae. Para o autor, a adequada compreensão desse tipo societário exige reconhecer que, em determinadas situações, pode haver a prevalência da qualidade pessoal dos sócios em detrimento do elemento puramente patrimonial. Essa circunstância pode ser observada, por exemplo, quando há vínculo de parentesco entre os integrantes do quadro societário, razão pela qual, em determinados contextos, convencionou-se denominar essa estrutura como sociedade anônima familiar.

O segundo jurista reconhece a importância da distinção entre sociedades de pessoas e sociedades de capital, mas não atribui caráter absoluto a nenhuma delas, entendendo que toda sociedade contém elementos de pessoas e de capital. Dessa forma, conforme já exposto, independentemente da classificação adotada pelos autores, sejam eles favoráveis à distinção ou críticos dela, acerto é que ambos os elementos podem coexistir e influenciar simultaneamente a constituição e o funcionamento da sociedade, como também pode ser determinante para a possibilidade de dissolução ou não. Posteriormente, em sua obra, o jurista,[5] manteve essa compreensão, acrescentando que, não obstante a possibilidade de convergência desses fatores, a sociedade anônima caracteriza-se, por sua natureza, como típica so-

---

3 REQUIÃO, Rubens. *Curso de Direito Comercial*. 30. ed. São Paulo: Saraiva, 2013, v. II, p. 56.

4 COELHO, Fábio Ulhôa. Penhorabilidade de cotas sociais. *Revista de Direito Mercantil* (RDM), São Paulo, p. 95-102, out. 2024. Disponível em: https://rdm.org.br/wp-content/uploads/2024/09/095-102.-COELHO-Fabio-Ulhoa.-Penhorabilidade-de-cotas-sociais-.pdf?. Acesso em: 04 jan. 2026.

5 COELHO, Fábio Ulhôa. *Curso de Direito Comercial*. 17. ed. São Paulo, Saraiva, 2013. p. 139.

ciedade de capital. Ponto este acompanhado pelo jurista Sebastião José Roque, que, ao abordar a sociedade de pessoas, deixa clara a possibilidade do hibridismo dos tipos societários, sustenta a possibilidade de determinadas sociedades, como a sociedade limitada, assumirem características típicas das sociedades de capital. O inverso ocorre com a sociedade anônima de capital fechado. Nesse contexto, destaca-se a admissibilidade da aplicação subsidiária da legislação das sociedades anônimas em hipóteses específicas, seja por previsão expressa no contrato social, seja em decorrência de lacunas normativas na disciplina legal do tipo societário.

Dessa premissa, pode-se inferir que o fenômeno também pode ocorrer em sentido inverso, admitindo-se que sociedades anônimas de capital fechado passem a apresentar traços característicos das sociedades de pessoas, sobretudo quando evidenciado acentuado caráter personalíssimo na relação entre os acionistas. Tal circunstância demonstra a flexibilidade estrutural dos modelos societários e reforça a compreensão de que a distinção entre sociedades de capital e sociedades de pessoas não possui natureza absolutamente rígida, admitindo zonas de convergência conforme a organização interna e a dinâmica funcional da pessoa jurídica.

Para concluir este tópico, Sérgio Campinho,[6] ao examinar o tema, leciona que as sociedades de capital fechado podem, em determinadas circunstâncias, assumir características típicas das sociedades de pessoas. Tal situação ocorre, sobretudo, quando se verifica a existência de regras mais restritivas quanto ao ingresso de terceiros no quadro societário, admitindo-se exceções pontuais e conferindo-se, em muitos casos, preferência à admissão de membros da própria família dos sócios. Essa configuração evidencia a presença de elementos personalíssimos na estrutura societária, demonstrando que, mesmo em sociedades tradicionalmente classificadas como de capital,

---

6 CAMPINHO, Sérgio. *O Direito de Empresa à Luz do Código Civil*, 13. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2014. p. 60.

podem subsistir traços próprios das sociedades de pessoas, conforme as particularidades organizacionais adotadas.

1. Dissolução Parcial nas Sociedades Familiares.

A dissolução parcial consiste no desligamento do sócio, por iniciativa própria ou da sociedade, sem a extinção da pessoa jurídica. Os sócios podem estabelecer critérios específicos para discipliná-la, nos termos do art. 1.035 do Código Civil. No direito brasileiro, a dissolução parcial das sociedades limitadas e das sociedades anônimas decorreu de construção pretoriana. No caso das companhias, a Lei n.º 6.404/1976 não admite, em regra, a retirada unilateral do acionista, assegurando-lhe apenas o direito de recesso nas hipóteses previstas no art. 137, enquanto a dissolução total se restringe às hipóteses taxativamente previstas no art. 206 da Lei das Sociedades por Ações.

A ausência de previsão legal para a dissolução parcial das sociedades anônimas revelou-se insuficiente para responder à realidade das companhias fechadas de caráter familiar. Embora submetidas ao regime da Lei n.º 6.404/1976, muitas dessas sociedades conservam acentuados elementos personalíssimos, aproximando-se, na prática, das sociedades de pessoas. A tensão entre a disciplina legal e a realidade societária impulsionou a construção jurisprudencial do instituto.

Nesse contexto, o Superior Tribunal de Justiça (STJ) marcou uma inflexão em sua jurisprudência ao julgar o REsp n.º 111.294/PR,[7] reconheceu que determinadas companhias fechadas, embora formalmente constituídas sob o regime das sociedades anônimas, não pode-

7 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial n. 111.294/PR. Relator originário: Ministro Barros Monteiro. Relator para o acórdão: Ministro Cesar Asfor Rocha. *Diário da Justiça*, Brasília, Brasília, 28 mai. 2001: "Sociedade anônima - Sócios minoritários - Dissolução parcial. A não distribuição de lucros, em empresa de natureza comercial, justifica pedido de sua dissolução parcial, formulado por acionistas ainda que minoritários. Decretada a dissolução parcial, apuram-se os haveres dos acionistas postulantes, mediante atualização dos valores do ativo".

riam ser examinadas exclusivamente sob a lógica das sociedades de capitais. Em consonância com precedente do Tribunal de Justiça de Minas Gerais, (RF 286:281-283), que admitira a dissolução parcial diante da ausência de distribuição de lucros aos acionistas, prevaleceu o entendimento de que a frustração do retorno econômico do investimento evidenciava a impossibilidade de a companhia cumprir seu fim social, legitimando, em caráter excepcional, a dissolução parcial. No REsp n.º 111.294/PR, o fundamento predominante do voto vencedor deslocou-se da ruptura da *affectio societatis* para a impossibilidade de realização do fim social da companhia.

Historicamente, a ruptura da *affectio societatis* consolidou-se na doutrina e na jurisprudência como um dos principais fundamentos da dissolução parcial nas sociedades de natureza intuitu personae. Sua incidência, contudo, decorre menos do tipo societário adotado do que da realidade da relação societária. A admissibilidade da dissolução parcial deve ser aferida à luz das circunstâncias concretas do caso, considerando não apenas a disciplina legal aplicável, mas também a forma como a sociedade se estrutura e se desenvolve internamente. A qualificação jurídica da sociedade, por si só, não esgota a análise, sobretudo quando sua dinâmica revela características que aproximam sociedades de capitais do regime próprio das sociedades de pessoas, cuja incidência decorre mais das características concretas da relação societária do que do tipo societário adotado,[8] embora não

8 JÚLIO César Costa Ferro, em capítulo específico de sua dissertação de mestrado, examina a evolução da jurisprudência acerca da admissibilidade da dissolução parcial de sociedades anônimas, com especial atenção às companhias fechadas de caráter familiar. O autor observa que, em um primeiro momento, o Superior Tribunal de Justiça sequer apreciava o mérito dessas demandas, por considerar juridicamente impossível o pedido de dissolução parcial de sociedade anônima. Esse entendimento foi adotado, entre outros, no AgRg no Ag nº 34.120-8/SP e no REsp nº 419.174/SP, ambos julgados pela Terceira Turma, de modo que, embora por um período relativamente breve, prevaleceu a compreensão de que a dissolução parcial de sociedades anônimas era juridicamente inadmissível, restando ao acionista descontente, em regra, a alienação de suas ações ou o exercício do direito de retirada nas hipóteses previstas na Lei das Sociedades por Ações. FERRO, Júlio César Costa. *Dissolução parcial stricto sensu em sociedades anônimas fechadas e abuso do processo: critérios de identificação e repressão*. Dissertação

constitua causa legal autônoma, em que pese tenha sido passível de críticas.[9] A incidência da *affectio societatis* quanto da dissolução parcial por resilição unilateral, guarda mais relevância e é mais evidente nas sociedades de pessoas, marcadas pelo caráter personalíssimo da relação entre os sócios.

Nas sociedades de capital, especialmente nas companhias abertas, esse elemento perde centralidade jurídica, uma vez que a livre circulação das ações torna a identidade dos acionistas, em regra, indiferente, seja para a continuidade da sociedade, seja para o exercício de sua retirada.[10] Já nas sociedades anônimas fechadas, a presença de vínculos pessoais entre os acionistas aproxima, em determinadas situações, sua dinâmica daquela própria das sociedades de pessoas, conferindo relevância jurídica à ruptura da *affectio societatis*, conforme admitido

Não raramente, os estatutos sociais permanecem silentes quanto às hipóteses de dissolução parcial ou reproduzem cláusulas padronizadas, desprovidas de critérios objetivos para a caracterização

---

(Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2022. p. 86-87.

9 Em sentido contrário à admissão da dissolução parcial das sociedades anônimas, Luiz Gastão Paes de Barros Leães sustenta que a doutrina e a jurisprudência, de forma praticamente unânime, reconheciam a incompatibilidade desse instituto com as companhias, por possuírem disciplina própria para o desligamento do acionista, consubstanciada no direito de recesso, exercitável apenas nas hipóteses expressamente previstas no art. 137 da Lei nº 6.404/1976, não se admitindo interpretação extensiva ou analógica dessas hipóteses. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Apuração de haveres em dissolução de holding. In: LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Pareceres*. São Paulo: Singular, 2004. v. 4. p. 942.

10 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial n. 111.294/PR. Relator originário: Ministro Barros Monteiro. Relator para o acórdão: Ministro Cesar Asfor Rocha. *Diário da Justiça*, Brasília, Brasília, 28 mai. 2001: "Nas sociedades anônimas não se apresenta possível a aplicação do princípio da dissolução parcial, próprio das sociedades por quotas de responsabilidade limitada, o que não importa em imposição para que o acionista permaneça indefinitivamente como tal, embora se possa deixar de ostentar essa posição mediante alienação de suas ações, na Bolsa ou não, segundo as características da sociedade e, eventualmente, pelo exercício do direito de retirada, limitado aos casos do art. 137 da lei específica, certo de que, na hipótese posta nesta ação, nenhum deles ocorre."

da ruptura do vínculo societário ou da própria *affectio societatis*. Essa omissão é particularmente frequente nas sociedades familiares, em que a confiança recíproca entre os sócios muitas vezes leva à subestimação de futuros conflitos societários. A ausência de disciplina específica favorece a banalização da *affectio societatis*, frequentemente invocada para qualificar desavenças inerentes à dinâmica interna da sociedade, sem a demonstração de causa jurídica apta a justificar o desligamento do sócio.

Do surgimento dessa imprecisão favorece a invocação da quebra da *affectio societatis* como fundamento autônomo para o desligamento do sócio, desvinculando-a de uma causa jurídica concreta. Em sociedades de cunho personalístico, a perda da confiança recíproca pode representar elemento relevante da relação societária, mas, por si só, não se mostra suficiente para justificar a dissolução parcial sem a demonstração de circunstâncias objetivas que evidenciem a inviabilidade da permanência do vínculo societário.

Em determinadas situações, atos praticados em desconformidade com o objeto social podem ser analisados à luz da teoria ultra vires. Embora essa teoria não constitua causa autônoma de dissolução parcial, tais atos podem caracterizar falta grave ou evidenciar a inviabilidade da manutenção do vínculo societário. A ausência de disciplina estatutária ou contratual precisa favorece interpretações equivocadas, como a de que toda ruptura entre sócios implicaria, necessariamente, a dissolução total da sociedade. Tal entendimento não se harmoniza com a evolução doutrinária e jurisprudencial da dissolução parcial e pode gerar insegurança jurídica, comprometendo tanto a preservação da empresa quanto o exercício do direito de retirada.

Nas sociedades de cunho familiar, o estatuto pode estabelecer regras específicas para a resolução de conflitos entre acionistas, observados os limites do ordenamento jurídico. Havendo controvérsia, sua interpretação deve partir, em primeiro lugar, das disposições constantes do próprio estatuto. Não se pretende, contudo, enfrentar as divergências doutrinárias acerca da natureza jurídica da dissolução, nem discutir a eventual impropriedade técnica da expressão

"dissolução parcial". A terminologia encontra-se consolidada na doutrina e na jurisprudência, sendo suficiente, para os fins deste estudo, a análise de seus efeitos patrimoniais e estruturais.

Embora a dissolução parcial constitua instituto autônomo em relação à dissolução total, sua aplicação ainda suscita dificuldades, sobretudo nas sociedades regidas pela Lei n.º 6.404/1976, que não disciplinou expressamente mecanismos de resolução parcial do vínculo societário. Esse cenário explica o papel desempenhado pela doutrina e pela jurisprudência na construção das soluções atualmente adotadas.

Muitas vezes, as dificuldades mostram-se contraproducentes, favorecendo a manutenção compulsória de sócios no quadro societário, mesmo diante de conflitos evidentes e da ruptura da harmonia necessária à consecução do objeto social. Isso ocorre, por exemplo, quando há o rompimento da *bona fides*, compreendida como o elemento volitivo que une os sócios e constitui fator determinante para a permanência do vínculo societário. A sua inexistência evidencia a ausência de ânimo para a manutenção do status socci, tornando disfuncional a continuidade da relação societária. Segundo Rubens Requião, em sua obra que é referência sobre a possibilidade da dissolução parcial pela exclusão do sócio, após a quebra da *affectio societatis*, escreveu:

> O liame afetivo, a confiança mútua, o espírito de colaboração e a '*affectio societatis*' entre os sócios se transforma, destarte, num sério vínculo de acentuado interesse coletivo e importante conveniência social, que é posto sob a proteção do Direito. O cessar da '*affectio societatis*', por imprevisto infortúnio do sócio ou por desejo unilateral, não justifica a extinção da sociedade comercial inteira perdurando entre os demais o '*animus societatis*', o desaparecimento do liame societário provocado por um sócio não deve, com efeito,

> importar, na extinção do convívio afetivo e interessado dos demais membros da sociedade.[11]

À época do estudo desenvolvido pelo autor, começava a delinear-se aquilo que hoje a doutrina e a jurisprudência reconhecem como 'dissolução parcial'. Isso porque o então vigente Código Comercial previa apenas a dissolução total da sociedade, circunstância que, não raras vezes, enseja abusos por parte de um único sócio, comprometendo a continuidade da atividade empresária e gerando prejuízos tanto para o ente societário quanto para os demais integrantes. Tal problemática é posteriormente revisitada por Adriana Pugliesi,[12] em seu artigo sobre a exclusão compulsória de sócio em sociedade limitada, no qual a autora analisa a evolução do instituto à luz da preservação da empresa.

O que não quer dizer que, instaurado o fato que desencadeia a quebra do animus de permanecer associado por falta de pretensão do atributo *status socci*, Campinho,[13] diz que, a depender do caso, pode culminar com a dissolução, pois a hostilidade é fator preponderante para a não persecução do objeto social, quando se verificam

---

11 REQUIÃO, Rubens. *Preservação da sociedade comercial pela exclusão do sócio*. 1959. 276 f. Tese (Concurso à cátedra de Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade do Paraná, Curitiba, 1959.

12 PUGLIESI, Adriana Valéria. A exclusão compulsória de sócio em sociedade limitada. In: *Sociedades limitadas: estudos em comemoração aos 100 anos*. Porto Alegre: Repositório PUCRS, 2019. p. 23-24. Disponível em: https://repositorio.pucrs.br/dspace/bitstream/10923/20221/2/SOCIEDADES_LIMITADAS_Estudos_em_comemorao_aos_100_anos.pdf. Acesso em: 07 jan. 2025. O Código Comercial disciplinava somente a dissolução total das sociedades comerciais, em seus artigos 335 e 336. Nas sociedades de prazo indeterminado, o velho Código previa que a vontade de um sócio era apta a promover a dissolução total (art. 335, V do CCo); e, nas sociedades de prazo determinado, era possível a dissolução judicial nas hipóteses de: "inabilidade de algum dos sócios ou incapacidade moral ou civil, julgada por sentença"; ou "por abuso, prevaricação, violação ou falta de cumprimento das obrigações sociais, ou fuga de algum dos sócios" (art. 336, II e III do CCo), ou seja, mediante motivação, com indicação da causa.

13 CAMPINHO, Sérgio. *O Direito de empresa à luz do Novo Código Civil*. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. p. 387.

direitos e vontades antagônicas. Erasmo e Adamek,[14] entendem que a *affectio societatis* constitui, na maioria dos casos, o fundamento dos pedidos de resolução societária.

Ainda sobre a *affectio societatis*, nas palavras de Comparato, a respeito das controvérsias acerca do instituto, ou para aqueles que o concebem como princípio, a chamada "linha de caracterização da *affectio societatis*" teria construído "um direito mais equitativo do que sistemático",[15] mitigando a rigidez jurídica anteriormente vigente. A clássica construção doutrinária acerca da affectio societatis buscou diferenciar o contrato de sociedade dos contratos bilaterais tradicionais. Nessa linha, Bulgarelli,[16] em sintonia com a reflexão de Comparato, sustenta que a *affectio societatis* não se confunde com a mera consensualidade inerente a qualquer vínculo contratual. O simples consenso constitui elemento estrutural de toda relação obrigacional; não é, portanto, apto a singularizar a natureza do contrato societário.

A especificidade da sociedade reside na existência de uma comunhão de escopo, isto é, na convergência estável de vontades orientadas à realização de um fim comum. Diferentemente dos contratos sinalagmáticos típicos, nos quais predominam interesses contrapostos e prestações reciprocamente equilibradas, o contrato de so-

---

14 FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes; ADAMEK, Marcelo Vieira von**.** *Affectio societatis*: um conceito jurídico superado no moderno direito societário pelo conceito de fim social. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 149-150, p. 108-130, dez. 2008: "A *affectio societatis* é um princípio clássico do direito societário, especialmente em sociedades de pessoas, que expressa a vontade recíproca dos sócios de contribuir para a realização do objeto social. Os professores Erasmo Valladão e Von Adamek argumentam que a concepção desse princípio reflete uma "visão ultrapassada", estreitamente vinculada ao chamado "período objetivo do direito comercial", caracterizado pela priorização da literalidade dos contratos e dos elementos patrimoniais em detrimento da confiança e do vínculo pessoal entre os sócios. Segundo os autores, o princípio deve ser revisitado, sobretudo para evitar sua utilização indevida, que em determinados casos pode configurar abuso de direito" (Grifo dos Autores).

15 COMPARATO, Fábio Konder. *Ensaios e pareceres de direito empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1978. p. 135.

16 BULGARELLI, Waldirio. *Sociedades comerciais*. São Paulo: Atlas, 2000. p. 25-26.

ciedade estrutura-se sobre uma lógica cooperativa, funcionalmente direcionada à consecução do objeto social. Não se trata, todavia, de afirmar uma superioridade hierárquica da *affectio societatis* em relação à consensualidade ordinária, mas de reconhecer sua qualificação funcional. A vontade societária não é meramente declarativa, mas instrumental: pela qual se traduz na adesão duradoura a um projeto econômico comum, implicando deveres de lealdade, cooperação e contribuição para o desenvolvimento da empresa. O que, por si só, não significa a inexistência absoluta de proibição de conflitos internos.

A convergência estrutural de finalidade não elimina tensões entre sócios, divergências estratégicas ou mesmo disputas entre maioria e minoria. O que distingue a sociedade é que tais conflitos se desenvolvem dentro de um quadro de finalidade compartilhada, ao menos enquanto subsiste o vínculo societário. É precisamente nesse ponto que emerge a crítica contemporânea ao conceito. Parte relevante da doutrina sustenta que a *affectio societatis* teria sido progressivamente esvaziada, especialmente nas sociedades de capital, em que a impessoalidade estrutural e a centralidade do investimento relativizam o elemento subjetivo do vínculo. Nessa perspectiva, propõe-se a substituição do conceito pela noção objetiva de fim social, entendida como vetor normativo suficiente para delimitar direitos, deveres e critérios de interpretação do contrato de sociedade.

Ainda assim, mesmo nas sociedades anônimas fechadas, especialmente naquelas de feição personalista, não se pode ignorar a dimensão relacional do vínculo societário. A ruptura do elemento cooperativo — seja denominada quebra da *affectio societatis*, seja desestruturação da base objetiva do contrato — continua a desempenhar papel relevante na fundamentação de medidas como retirada, exclusão ou dissolução parcial. Assim, a controvérsia não reside propriamente na existência ou inexistência da *affectio societatis*, mas na extensão de sua função normativa: se elemento constitutivo autônomo do contrato de sociedade ou mera expressão conceitual da comunhão de escopo já absorvida pelo princípio do fim social.

O que se nota atualmente é a sua má aplicação do instituto pelos tribunais, muitas vezes sem a devida análise, conforme se observa em Erasmo Valladão e Von Adamek.[17] Os autores destacam que, no direito brasileiro, a noção de affectio societatis mantém significativa repercussão doutrinária, sendo: (i) reconhecida como elemento constitutivo do contrato de sociedade, distinto do mero consentimento exigido para a celebração de quaisquer contratos; (ii) utilizada para diferenciar a sociedade de outros institutos jurídicos; e (iii) considerada como elemento integrativo da extensão dos deveres dos sócios e fundamento legitimador para a transposição de soluções das sociedades de pessoas às sociedades de capital.

Como ocorre com todos os imbróglios pertinentes ao direito societário e aos seus princípios e usos, há divergências, e a *affectio societatis* não está imune a elas. A título de exemplo, Salomão Filho[18] apresenta um compêndio de autores e correntes doutrinárias divergentes, defendendo, entretanto, que *a affectio societatis* "é considerada um dos elementos essenciais para a constituição da sociedade" e que "confunde-se com a ideia de vontade social ao traduzir-se no desejo de colaboração ativa e igualitária, visando à realização do fim comum".

Postulados os posicionamentos atinentes às similitudes e distinções entre sociedades de pessoas e sociedades de capital, bem como introduzido, de forma preliminar, o entendimento acerca da *affectio societatis*, conforme apontado por vozes relevantes, verifica-se que, assim como não há uma verdade nem uma mentira absoluta sobre a *affectio societatis*, o que não se pode é ter a banalização pela relativização do seu uso e da sua aplicação, devendo sempre ser precedido de análise prévia e de dentro para fora e não o inverso.

---

17 FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes; ADAMEK, Marcelo Vieira von**.** *Affectio societatis*: um conceito jurídico superado no moderno direito societário pelo conceito de fim social. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 149-150, p. 108-130, dez. 2008

18 SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário*. 4. ed. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 18-19

2. Exercício de Poder e Oportunidades do Acionista em Sociedades Fechadas.

O acionista de companhia fechada dispõe, em regra, de três mecanismos para desvincular-se da sociedade: (i) alienar suas ações, observadas as restrições estatutárias e o eventual direito de preferência dos demais acionistas; (ii) exercer o direito de recesso, nas hipóteses taxativamente previstas no art. 137 da Lei n.º 6.404/1976; e (iii), excepcionalmente, propor ação de dissolução parcial da companhia ou, na hipótese do art. 206, II, b, da Lei n.º 6.404/1976, requerer sua dissolução total, desde que represente, no mínimo, 5% do capital social.

A Lei das Sociedades por Ações não disciplinava a dissolução parcial, por considerá-la incompatível com a estrutura típica da companhia. Por consequência, o acionista dissidente permanecia sujeito aos mecanismos ordinários de desvinculação previstos na própria Lei n.º 6.404/1976, ou seja, pelo art. 137 da LSA, a admissibilidade da dissolução parcial resultou de construção jurisprudencial e somente recebeu disciplina processual com o art. 599, §2º, do Código de Processo Civil de 2015. Por isso, sua incidência sempre foi excepcional, restrita às companhias fechadas em que a relação societária assume caráter marcadamente personalíssimo e os mecanismos legais de desligamento se revelam insuficientes.

Conforme demonstrado no primeiro capítulo, a dissolução parcial das sociedades anônimas não decorre da Lei n.º 6.404/1976, mas da construção jurisprudencial. A solução legislativa harmoniza-se com a lógica das companhias, em que o desligamento do acionista ocorre, ordinariamente, pela alienação de suas ações ou pelo exercício do direito de recesso, nas hipóteses legalmente previstas. A dissolução parcial surgiu apenas quando esses mecanismos se revelaram insuficientes para solucionar conflitos inerentes às companhias fechadas de caráter personalístico.

Alguns precedentes desempenharam papel decisivo na evolução da matéria, destacando-se o REsp n.º 111.294/PR[19] e, posteriormente, o REsp n.º 419.174/SP,[20] e, mais recentemente, os AGInt no AREsp n.º 1.861.293/RS, AGInt no AREsp n.º 1.539.920/RS, e o REsp n.º 1.400.264/RS, que consolidaram a orientação jurisprudencial então inaugurada. Até então, prevalecia o entendimento firmado no AgRg no Ag n.º 34.120-8/SP[21], julgado sob a égide do Código de Processo Civil de 1973, segundo o qual o pedido de dissolução parcial de sociedade anônima era juridicamente inadmissível.

Diversa, porém, é a realidade das companhias fechadas de caráter familiar. Embora submetidas ao mesmo regime jurídico das sociedades anônimas, sua dinâmica interna frequentemente aproxima-se das sociedades de pessoas, em razão da concentração acionária, da restrita circulação das ações e da relevância assumida pelas relações pessoais entre os acionistas. Foi precisamente essa realidade que impulsionou a construção jurisprudencial da dissolução parcial, não para afastar a Lei das Sociedades por Ações por completo, mas para compatibilizá-la com situações em que a disciplina acionária se mostrava insuficiente para solucionar o conflito societário das sociedades com caráter híbrido.

A inflexão jurisprudencial promovida pelo REsp n.º 111.294/PR,[22] decorreu do reconhecimento de que determinadas

---

19 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial n. 111.294/PR. Relator originário: Ministro Barros Monteiro. Relator para o acórdão: Ministro Cesar Asfor Rocha. Quarta Turma. Julgado em: 19 set. 2000. *Diário da Justiça*, Brasília, 28 maio 2001. Disponível em: Superior Tribunal de Justiça. Acesso em: 1 jul. 2026.

20 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial n. 419.174/SP. Relator: Ministro Carlos Alberto Menezes Direito. Terceira Turma. Julgado em: 15 ago. 2002. *Diário da Justiça*, seção 1, Brasília, p. 311, 28 out. 2002.

21 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Agravo Regimental no Agravo de Instrumento n. 34.120-8/SP. Relator: Ministro Dias Trindade. Terceira Turma. Julgado em: 26 abr. 1993. *Diário da Justiça*, seção 1, Brasília, p. 11.785, 14 jun. 1993.

22 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial n. 111.294/PR. Relator originário: Ministro Barros Monteiro. Relator para o acórdão: Ministro Cesar Asfor Rocha. Quarta Turma.

companhias fechadas, especialmente as de caráter *intuito personae*, não poderiam ser examinadas exclusivamente sob a perspectiva formal do seu tipo societário. O entendimento foi de que a prolongada ausência de distribuição de resultados aos acionistas, aliada à inviabilidade da convivência societária, passou a evidenciar a impossibilidade de a companhia cumprir seu fim social, legitimando, em caráter excepcional, a sua dissolução parcial. A orientação foi posteriormente reiterada no EREsp n.º 419.174/SP.[23]

A disciplina processual da dissolução parcial somente veio a ser sistematizada com o advento do Código de Processo Civil de 2015, que, nos arts. 599 a 609, passou a prever procedimento próprio para a resolução da sociedade em relação a um sócio e a consequente apuração de haveres. O CPC de 1973 nada dispunha de forma específica sobre a matéria, limitando-se, em seu art. 1.218, VII, a remeter à aplicação dos arts. 655 a 674 do CPC de 1939. Tal lacuna normativa impôs à jurisprudência, notadamente ao Superior Tribunal de Justiça, o papel de estruturar os contornos materiais e processuais do instituto, consolidando a dissolução parcial como técnica de preservação da empresa e de recomposição do equilíbrio societário. Com a promulgação do Código Civil de 2002, a dissolução parcial passou a receber disciplina material expressa no âmbito das sociedades contratuais, notadamente nos arts. 1.028 e 1.031. Todavia, o legislador permaneceu silente quanto à previsão sistemática da dissolução parcial nas sociedades anônimas de capital fechado em seu diploma próprio, cuja admissibilidade continuou a ser construída predominantemente pela via jurisprudencial, sobretudo em hipóteses de feição personalista da companhia.

Julgado em: 19 set. 2000. *Diário da Justiça*, Brasília, 28 maio 2001. Disponível em: Superior Tribunal de Justiça. Acesso em: 1 jul. 2026.

23 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Embargos de Divergência em Recurso Especial n. 419.174/SP. Relator: Ministro Aldir Passarinho Junior. Segunda Seção. Julgado em: 28 maio 2008. *Diário da Justiça Eletrônico (DJe)*, Brasília, DF, 4 ago. 2008. Disponível em: Superior Tribunal de Justiça. Acesso em: 2 jul. 2026.

Além disso, o diploma civil não estabeleceu critérios técnicos objetivos para a apuração de haveres, especialmente no que concerne à mensuração de ativos intangíveis e à eventual inclusão do fundo de comércio ou do *goodwill* no cálculo da participação do sócio retirante, problemática que, embora mais recorrente nas sociedades contratuais, pode igualmente emergir nas companhias fechadas; a depender da estrutura societária e das circunstâncias do caso concreto.

Essa dupla omissão normativa, quanto à extensão do instituto às sociedades anônimas fechadas e quanto aos métodos de avaliação, fomentou intenso debate doutrinário e jurisprudencial acerca da adoção do balanço de determinação, da avaliação do valor econômico e da incidência do princípio da preservação da empresa na quantificação dos haveres. A evolução do instituto no direito brasileiro revela um percurso que transita da construção pretoriana à posterior positivação legislativa, sem, contudo, eliminar zonas relevantes de tensão interpretativa, especialmente no tocante aos critérios de avaliação patrimonial, à delimitação do conteúdo econômico da participação societária e à necessária compatibilização entre autonomia privada, estabilidade societária e tutela do investimento.

Assim como ocorreu nas sociedades por quotas — posteriormente transformadas em sociedades limitadas —, a consolidação da dissolução parcial foi fruto de construção jurisprudencial e doutrinária, tendo como um de seus fundamentos estruturantes o princípio da preservação da empresa. No Brasil, destaca-se como principal sistematizador dessa diretriz o Professor Rubens Requião, cuja obra clássica delineou os contornos teóricos do princípio, posteriormente incorporado ao direito concursal brasileiro pela Lei n.º 11.101/2005, ainda que sob perspectiva própria desse microssistema.

Conforme assinala Adriana Pugliesi,[24] ao comentar o estudo de Requião:

---

24 PUGLIESI, Adriana Valéria. A exclusão compulsória de sócio em sociedade limitada. In: LUPION, Ricardo (org.). *Sociedades limitadas:* estudos em comemoração aos 100 anos. Porto Alegre, RS: Editora Fi, 2019, p. 23-70. p. 26-27.

> A obra de Requião sistematizou o princípio da preservação da empresa — posteriormente acolhido no vigente direito concursal brasileiro pela Lei n. 11.101/05, conquanto sob a perspectiva apropriada a esse microssistema jurídico — e fincou as bases pelas quais, mais adiante, a jurisprudência e os usos e costumes empresariais erigiram o conceito da *affectio societatis*, nascido como um "critério interpretativo dos deveres e responsabilidades dos sócios entre si, em vista do interesse comum.

É incontroverso que a dissolução parcial constitui significativo avanço no âmbito do direito empresarial, na medida em que substitui a lógica tradicional da dissolução total por um modelo voltado à preservação da atividade econômica organizada. Ao admitir a retirada imotivada do sócio ou acionista, a exclusão por justa causa, bem como a recomposição do quadro societário em determinadas hipóteses de desconsideração da personalidade jurídica ou em cenários de crise econômico-financeira — inclusive no contexto da recuperação judicial —; o ordenamento jurídico passou a privilegiar a continuidade da empresa em detrimento de sua extinção.

3. Da Possibilidade da Dissolução Parcial pelo CPC 2015.

A possibilidade de desligamento do acionista nas companhias fechadas não decorreu de opção originária da Lei das Sociedades por Ações, mas de construção jurisprudencial posteriormente acolhida pelo Código de Processo Civil de 2015. Ao disciplinar a ação de dissolução parcial de sociedade e o procedimento de apuração de haveres nos seus artigos 509 a 609, o legislador conferiu, em certa medida, segurança processual a um instituto cuja legitimidade só havia sido reconhecida pelos tribunais. Ao nosso sentir, trata-se, sem dúvida, de avanço relevante, pois substituiu a incerteza decorrente da exclusiva força dos precedentes por um regime jurídico expressamente previs-

to em lei. O avanço, contudo, não afasta a necessidade de exame crítico da opção legislativa. Ao exigir que o acionista detenha, no mínimo, 5% do capital social para requerer a dissolução total da companhia, o legislador parece ter reproduzido, de forma acrítica, requisito já existente na Lei das Sociedades por Ações.[25] A transposição desse critério ignora a realidade de muitas companhias fechadas, especialmente as de caráter familiar, em que a participação acionária frequentemente se encontra pulverizada entre herdeiros, quando não concentrada em poucos. Diante desse cenário, a legitimidade para provocar a tutela jurisdicional passa a depender menos da intensidade do conflito societário do que da extensão da participação acionária.

O legislador, ao exigir que o acionista ou grupo de acionistas represente, no mínimo, 5% do capital social, o art. 599, §2º, do Código de Processo Civil, desloca o debate da realidade da relação societária para um critério predominantemente quantitativo, que, ao nosso sentir, é equivocado e, conforme já pontuado traz críticas trazidas por juristas. Trata-se de requisito inexistente na construção jurispruden-

---

25 COELHO, Fábio Ulhoa. A dissolução parcial no Código de Processo Civil. *In*: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (Coord.). *Processo societário II*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 159-161; FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes; ADAMEK, Marcelo Vieira von. Da ação de dissolução parcial de sociedade: comentários breves ao CPC/2015. *In*: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (Coord.). *Processo societário II*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 31-33. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França e Marcelo Vieira von Adamek criticam a redação do art. 599, § 2º, do Código de Processo Civil. Segundo os autores, a referência à companhia "que não pode preencher o seu fim" introduziu dúvida quanto ao alcance da dissolução parcial, ao sugerir que o instituto estaria limitado à hipótese prevista no art. 206, II, **b**, da Lei nº 6.404/1976. Essa redação poderia conduzir à interpretação de que apenas essa hipótese autorizaria a dissolução parcial da companhia. Os autores, contudo, rejeitam essa leitura e sustentam que a positivação do dispositivo não afastou as demais hipóteses de dissolução parcial construídas pela jurisprudência, especialmente aquelas fundadas na ruptura da *affectio societatis*. Fábio Ulhoa Coelho, por sua vez, critica a exigência de participação mínima de 5% do capital social para a legitimidade ativa. Segundo o autor, o requisito introduziu restrição inexistente na construção jurisprudencial consolidada pelo Superior Tribunal de Justiça e desconsiderou as peculiaridades das companhias fechadas, nas quais a participação acionária pode estar pulverizada entre diversos acionistas. Para o autor, essa exigência dificulta o acesso à tutela jurisdicional e pode obrigar o acionista a reunir outros sócios apenas para atingir o percentual legal

cial que reconheceu a dissolução parcial das companhias fechadas, inaugurada pelo REsp n.º 111.294/PR e posteriormente consolidada nos EREsp n.º 419.174/SP.

Os precedentes posteriores ao Código de Processo Civil de 2015, notadamente o REsp n.º 1.400.264/RS, o AgInt no AREsp n.º1.539.920/RS e o AgInt no AREsp n.º 1.861.293/RS, preservaram a orientação inaugurada pelo REsp n.º 111.294/PR e posteriormente consolidada nos EREsp n.º. 111.294/PR e n.º 419.174/SP, reafirmando a admissibilidade da dissolução parcial das companhias fechadas de natureza *intuitu personae*. Esses julgados, contudo, não enfrentaram a controvérsia introduzida pelo art. 599, §2º, do Código de Processo Civil quanto à exigência de participação mínima de 5% do capital social. Nas hipóteses examinadas, o requisito foi apenas considerado como circunstância do caso concreto, sem que o Superior Tribunal de Justiça apreciasse, de forma expressa, sua compatibilidade com a construção jurisprudencial que historicamente fundamentou o instituto.

Essa opção legislativa mostra-se pouco compatível com a própria razão de ser da dissolução parcial, concebida pela jurisprudência justamente para enfrentar conflitos surgidos em companhias fechadas cuja estrutura, embora submetida ao regime da Lei n.º 6.404/1976, aproxima-se, pela concentração do capital e pela pessoalidade das relações entre os acionistas, das sociedades de pessoas. Nesses casos excepcionais, a jurisprudência admitiu a dissolução parcial como instrumento de tutela do investimento e de preservação da empresa, sem que isso implique descaracterização do tipo societário, conforme citado por Carlos Martins Neto em seu artigo. Ao abordar a controvérsia sobre o tema, o autor faz menção ao jurista Nelson Eizirik, que teceu considerações a respeito da dissolução parcial nas companhias, sem, contudo, fazer distinção entre os tipos de companhias.

> Não há fundamento jurídico para a chamada "dissolução parcial" da sociedade por ações, por rompimento da *affectio societatis* ou por qual-

> quer outra causa, quaisquer que sejam as suas características. O autor expõe as seguintes razões: (I) a companhia é, em princípio, uma sociedade de capitais cujo intuito é o lucro, não tendo relevância as qualidades pessoais do acionista, mas apenas sua contribuição ao capital social; (II) as causas para a dissolução são unicamente aquelas taxativamente previstas no dispositivo legal, que não cogita a dissolução parcial; (III) a noção de *affectio societatis* é vaga, podendo dar margem a diferentes conclusões, a depender da interpretação do magistrado; (IV) a Lei das S.A. disciplina as hipóteses em que o acionista dissidente pode retirar-se da companhia, mediante o exercício do direito de recesso; (V) a dissolução parcial, sob a justificativa da preservação da empresa, constitui medida que pode produzir efeito contrário, ao operar a descapitalização, a qual, segundo o jurista, seria injusta com os acionistas que permanecem; e (VI) ainda que não prevista em lei, é mais adequada a medida — esta sim legal — do direito de recesso, pois os tribunais têm determinado o cálculo dos haveres não com base no patrimônio [...] líquido contábil, mas mediante apuração de seu valor real e presente.[26]

Ainda sobre o tópico, a autora Maíra Melo, em capítulo específico de sua obra sobre a inaplicabilidade nas companhias, assim escreveu:

No que toca às sociedades anónimas, não se cogitou, em princípio, a aplicação, a este tipo societário, da dissolução parcial. Isso porque as sociedades anônimas, tidas como sociedades tipicamente

---

26 NETO, Carlos Martins. Notas sobre o estágio atual da dissolução parcial de sociedade anônima fechada no Brasil. *Revista Semestral de Direito Empresarial*, Rio de Janeiro, n. 19, p. 113-142. Jul / Dez. 2016.

de capitais e, portanto, de natureza institucional, seriam de todo estranhas ao *intuitu personae* típico das sociedades de pessoas, de natureza contratualista, razão pela qual a transferência de ações de um sócio por outro não seria, em regra, de nenhum modo relevante neste modelo societário. Da mesma forma, sendo a sociedade predominantemente de capitais, o eventual rompimento da *affectio societatis* — que, como visto, muitos entendem inexistente neste tipo societário — não seria justificativa para autorizar a saída do sócio dissidente, que deveria recorrer a outro meio para desligar-se da sociedade, como, por exemplo, a transferência de suas ações a terceiro.[27]

Conforme já pontuamos, anteriormente, tanto a noção de *affectio societatis* quanto a sua aplicação às sociedades anônimas, especialmente no que se refere à admissibilidade da dissolução parcial, permanecem temas marcados por significativa controvérsia doutrinária e jurisprudencial. Há fundamentos consistentes tanto em favor quanto em desfavor da incidência do instituto nesse tipo societário. De fato, se a indagação for formulada de maneira genérica — isto é, se é possível a dissolução parcial nas sociedades anônimas —, a resposta, em uma análise *prima facie*, tende a ser negativa, porquanto a estrutura típica da companhia, concebida como sociedade de capitais, não comporta, em regra, a lógica dissolutiva parcial.

Todavia, quando o exame recai especificamente sobre as sociedades anônimas de capital fechado, a assertiva deixa de ser absoluta. Nessas hipóteses, a realidade estrutural da companhia pode revelar traços de personalidade e concentração societária que tensionam o modelo puramente capitalista, abrindo espaço para a discussão acerca da admissibilidade excepcional da dissolução parcial.

A autora,[28] ao comentar os entendimentos controvertidos sobre o tema, destaca o posicionamento do jurista Fábio Konder Com-

---

27 VIEIRA, Maíra de Melo. *Dissolução parcial de sociedade Anônima*: construção e consolidação no direito brasileiro. Rio de Janeiro: Quartier Latin, 2014. p. 217.

28 EIZIRIK, Nelson, apud VIEIRA, Maíra de Melo. *Dissolução parcial de sociedade anônima*: construção e consolidação no direito brasileiro. Rio de Janeiro: Quartier Latin, 2014. p. 230-233.

parato, que leciona em favor da aplicação da dissolução parcial nas sociedades anônimas de pessoas. Sustenta o autor que, quando a companhia apresenta características marcadamente personalistas, devem ser aplicadas aos acionistas determinadas regras próprias das sociedades não acionárias. Argumenta que, em tais hipóteses, os acionistas não figuram como meros titulares de participações negociáveis, mas como colaboradores específicos em um empreendimento comum, fazendo-se presente, portanto, a *affectio societatis*.

O Código de Processo Civil introduziu disciplina expressa acerca da dissolução parcial ao prever, em seu art. 599, §2º, a possibilidade de sua aplicação às sociedades anônimas de capital fechado, desde que demonstrado o caráter *intuitu personae* da relação societária. Na incidência dos pedidos de dissolução parcial, a configuração da pessoalidade revela-se elemento determinante para a incidência do instituto e o prosseguimento do procedimento da resolução.

A admissibilidade desse instituto pode ser constatada quando a estrutura da companhia evidencia vínculos de natureza familiar, estreita colaboração entre os acionistas ou concentração acionária capaz de afastar a lógica puramente capitalista típica das sociedades anônimas abertas.

Cumpre destacar, ademais, que a possibilidade de resolução — ou de reconhecimento judicial da dissolução parcial — antecede a promulgação do Código de Processo Civil de 2015. Conforme registrado por Carlos Martins Neto, o Superior Tribunal de Justiça já havia, em 2007, se posicionado favoravelmente à admissibilidade da dissolução parcial em sociedades anônimas de capital fechado, em hipóteses excepcionais. O entendimento encontra amparo, notadamente, nos precedentes firmados nos EREsp n.º 111.294/PR e no REsp n.º 917.531/RS, que consolidaram a orientação jurisprudencial no sentido de admitir, em situações específicas, a dissolução parcial de companhias fechadas quando evidenciada a quebra da *affectio societatis* ou a inviabilidade da continuidade do vínculo societário.

Nos dois precedentes paradigmáticos do Superior Tribunal de Justiça — EREsp n.º 111.294/PR e REsp n.º 917.531/RS — a admissibi-

lidade da dissolução parcial de companhia fechada não se firmou de maneira unânime, mas por maioria dos votos, o que, no presente momento, processos com a mesma causa de pedir têm tido decisões mais pacíficas, prevalecendo a orientação segundo a qual, em hipóteses excepcionais, notadamente quando evidenciado o caráter personalista da sociedade e a ruptura da *affectio societatis*, é possível afastar a rigidez do modelo capitalista da Lei das S.A. Houve, contudo, votos vencidos que defenderam a tipicidade estrita do regime acionário e a limitação do acionista dissidente aos mecanismos legais próprios, como o direito de recesso. Recentemente, já na vigência do atual Código de Processo Civil, o Superior Tribunal de Justiça reafirmou o seu entendimento quanto à possibilidade de dissolução parcial de sociedades anônimas de capital fechado. Tal orientação pode ser verificada no julgamento do REsp n.º 1.400.264/RS,[29] de relatoria de Nancy Andrighi, cujo voto consolidou premissas relevantes acerca da matéria.

Na oportunidade, consignou-se que, embora a legislação de regência — notadamente a Lei 6.404/76 — não preveja expressamente a dissolução parcial das sociedades anônimas, a realidade empresarial brasileira impõe interpretação integrativa, especialmente quando se está diante de companhias fechadas marcadas pela preponderância do *intuitu personae*.

> Conquanto não haja previsão legal para dissolução parcial de sociedade anônima na legislação de regência, a existência de empresas organizadas sob essa forma societária, porém com notória preponderância do *intuito personae*, exige do julgador a interpretação integrativa a fim de possibilitar a realização do princípio da preservação da

29 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial n. 1.400.264/RS (2013/0284036-0). Relatora: Ministra Nancy Andrighi. Terceira Turma. Julgado em: 24 out. 2017. *Diário da Justiça Eletrônico*, Brasília, DF, 30 out. 2017. Disponível em: https://scon.stj.jus.br/SCON/GetInteiroTeorDoAcordao?num_registro=201302840360. Acesso em: 02. jan. 2026.

> empresa. Isso porque, no Brasil, a adoção desse tipo societário por pequenas e médias empresas familiares encontra-se relacionada unicamente a sua estrutura mais moderna e dinâmica, sem prejuízo do vínculo pessoal entre os sócios. Assim, a reunião de acionistas em torno de interesses convergentes torna a harmonia entre os sócios imprescindível à operacionalidade dessas empresas. Em outras palavras, em se tratando de companhia familiar, ou sociedade formada a partir da nítida convergência pessoal dos sócios, o regular desenvolvimento da atividade empresarial se mostra umbilicalmente atrelado à manutenção da *affectio societatis*, isto é, na confiança recíproca entre os sócios. Desse modo, o desentendimento entre os acionistas, conforme o grau, poderá inviabilizar o negócio, equiparando a ruptura da *affectio societatis* à causa suficiente para a dissolução, prevista no art. 206, II, "b", da Lei nº 6.404/76 – LSA, qual seja, a impossibilidade de a sociedade cumprir seu fim.

Destacou-se que, no contexto nacional, é recorrente a adoção da forma de sociedade anônima por pequenas e médias empresas familiares, não como expressão de uma lógica puramente capitalista, mas em razão de sua estrutura organizacional mais moderna e dinâmica. Nessas hipóteses, a convergência pessoal entre os acionistas e a preservação da confiança recíproca — a *affectio societatis* — revelam-se elementos essenciais ao regular desenvolvimento da atividade empresarial.

Assim, o rompimento da harmonia entre os acionistas pode comprometer a própria funcionalidade da empresa, equiparando-se à hipótese prevista no art. 206, II, "b", da Lei das Sociedades por Ações, qual seja, a impossibilidade de a companhia cumprir o seu fim. Nessa perspectiva, o desentendimento grave e insuperável entre os sócios, em companhias de feição familiar ou personalista, pode constituir

causa apta a justificar a dissolução parcial, em consonância com o princípio da preservação da empresa. A Ministra Relatora, em seu voto, fez referência ao precedente paradigmático da Corte que já admitira a dissolução parcial[30]. No âmbito das sociedades anônimas de capital fechado, consolidou-se entendimento que relativiza a rigidez tipológica do modelo societário, privilegiando a realidade fática e a função social da empresa em favor da continuidade da atividade econômica.

Nesse sentido, a classificação proposta por Fábio Ulhoa Coelho, que distingue as sociedades de vínculo estável das sociedades de vínculo instável, evidencia que a intensidade do vínculo entre os sócios influencia diretamente a forma de resolução dos conflitos societários. Nas sociedades limitadas, deve-se considerar o disposto no art. 1.053 do Código Civil, segundo o qual, na omissão das normas específicas desse tipo societário, aplicam-se subsidiariamente as disposições relativas às sociedades simples. Diversamente, nas companhias fechadas, inexiste disciplina material específica sobre a dissolução parcial na Lei n.º 6.404/1976. Essa lacuna foi suprida, inicialmente, pela construção jurisprudencial do Superior Tribunal de Justiça e, posteriormente, pelo art. 599, §2º, do Código de Processo Civil. Embora esse dispositivo tenha conferido disciplina processual ao instituto, sua redação não solucionou todas as controvérsias de direito material, permanecendo relevantes as críticas doutrinárias quanto à exigência de participação mínima de 5% do capital social e à referência à companhia que "não pode preencher o seu fim".[31]

Importa notar que a doutrina foi precursora na construção dos fundamentos que admitiram a dissolução parcial nessas companhias, especialmente nas de caráter familiar ou marcadas pela qualidade do

---

30 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial n. 507.490/RJ (2003/0044846-8). Relator: Ministro Humberto Gomes de Barros. Terceira Turma. Julgado em: 19 set. 2006. *Diário da Justiça*, Brasília, DF, 13 nov. 2006.

31 COELHO, Fábio Ulhoa. *A sociedade limitada no novo Código Civil*. São Paulo: Saraiva, 2003. p. 22-25.

vínculo associativo. Posteriormente, essa orientação foi incorporada pela jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça, que passou a reconhecer de forma estável a possibilidade de dissolução parcial em tais hipóteses, entendimento que hoje se encontra pacificado no Superior Tribunal de Justiça.

Conclusão.

Verificou-se que a dissolução parcial constitui instrumento juridicamente adequado e sistematicamente coerente para a resolução de conflitos nas sociedades anônimas de capital fechado, especialmente naquelas marcadas por vínculos personalistas organizados sob a lógica das empresas familiares.

Embora submetidas ao regime da Lei n.º 6.404/1976, essas companhias apresentam dinâmica distinta da verificada nas sociedades anônimas abertas. Essas usualmente têm concentração acionária; as restrições à circulação das ações e a relevância da confiança entre os acionistas aproximam-nas, sob o aspecto funcional, das sociedades de pessoas. Nelas, a estabilidade da sociedade depende não apenas da contribuição patrimonial dos acionistas, mas também da preservação do vínculo de colaboração que sustenta a atividade empresarial.

Nesse sentido, impor a dissolução total da companhia como única forma de desligamento do acionista revela-se incompatível com o princípio da preservação da empresa. Da mesma forma, a manutenção compulsória do acionista em relação societária definitivamente inviabilizada afronta a liberdade de associação assegurada pelo art. 5º, XX, da Constituição Federal.

O estudo procurou demonstrar, contudo, que a ruptura da *affectio societatis* não pode ser presumida. Sua configuração exige prova concreta de que a convivência societária se tornou inviável, comprometendo a continuidade da relação entre os acionistas. Apenas nessas hipóteses excepcionais a dissolução parcial se mostra adequada, pois preserva a empresa, assegura a continuidade da atividade

econômica e garante ao acionista dissidente o direito de receber seus haveres.

Concluímos, portanto, que a construção jurisprudencial do Superior Tribunal de Justiça conferiu resposta compatível com a realidade das companhias fechadas ao admitir, em caráter excepcional, a dissolução parcial. Embora o art. 599, §2º, do Código de Processo Civil não esteja imune a críticas, sua positivação representou relevante avanço ao conferir disciplina legal a instituto já consolidado pela jurisprudência. A solução preserva a empresa sem sacrificar o direito de desvinculação do acionista, conciliando a continuidade da atividade econômica com a impossibilidade de perpetuação de vínculo societário definitivamente inviabilizado.

Normas para publicação de artigos na RSDE

1. Os trabalhos para publicação na Revista Semestral de Direito Empresarial – RSDE deverão ser inéditos no Brasil e sua publicação não deve estar pendente em outro veículo nacional. Serão aceitos trabalhos redigidos em português, inglês, espanhol, francês e italiano.

2. Os trabalhos deverão ser enviados em arquivos no formato ".doc" para o e-mail: conselho.executivo@rsde.com.br

3. Ressalvadas hipóteses de publicação a convite dos Conselhos Editorial e Executivo, exige-se "graduação em instituição de ensino superior" como titulação mínima necessária para a submissão, observando o limite de, no máximo, 3 coautores por artigo. Não é permitida a submissão de artigos assinados por graduandos.

4. Os artigos deverão observar as normas da ABNT (NBR 6023, NBR 10520 e NBR 14724) e ser entregues na seguinte formatação:

(a) Tamanho do papel: A4 (210 x 297 mm);
(b) Orientação: retrato;
(c) Margens: as margens superior e esquerda devem ser de 3 cm, ao passo que as margens inferior e direita devem ser de 2 cm;
(d) Alinhamento: justificado;
(e) Parágrafo: usar a tabulação padrão (1,25 cm), a partir da margem esquerda da folha. As eventuais alíneas devem estar a 2,5 cm da margem (para transcrições longas, observar a alínea "h" abaixo);
(f) Espaçamento: antes e depois: 0 pt.; entrelinhas: 1,5 linhas no texto e simples para notas de rodapé (para transcrições longas, observar a alínea "h" abaixo);
(g) Fonte: Times New Roman; estilo: normal; tamanho: corpo 12 para o texto e corpo 10 para as notas de rodapé; cor: automático;
(h) Transcrições longas (mais de 3 linhas): escritas em parágrafo independente, com recuo a 4 cm da margem esquerda, sem aspas; tamanho da fonte: 10 (o trecho não deverá ser transcrito em "itálico" ou "negrito", à exceção de expressão grifada pelo autor, caso em que deverá ser incluída, ao final do texto transcrito, a expressão "grifos do autor"); espaçamento entrelinhas: simples; e
(i) Transcrições curtas (até 3 linhas, inclusive): deverão observar o mesmo padrão do texto do artigo, escritas entre aspas.

5. Os artigos deverão possuir:

(a) sumário;
(b) título, resumo e palavras-chave em dois idiomas, sendo um deles o idioma do texto e o outro necessariamente o inglês;
(c) referências a citações, as quais serão feitas em notas de rodapé, seguindo, como já indicado no item 3. acima, as normas da ABNT; e
(d) no mínimo de 15 e máximo de 30 páginas. Não será necessária a indicação de bibliografia ao final do artigo.

6. Os trabalhos recebidos serão submetidos a processo de dupla avaliação anônima por pares (*double blind review*) pelo corpo de pareceristas permanente da RSDE, o qual é composto por professores de universidades brasileiras e estrangeiras.

7. Cada artigo avaliado poderá ser considerado (a) apto para publicação; (b) apto para publicação, desde que realizadas correções obrigatórias; ou (c) inapto para publicação. Serão publicados os artigos que não tiverem recebido qualquer parecer negativo ou aqueles que tiverem atendido as correções obrigatórias requeridas pelos Pareceristas. Após a avaliação, os artigos retornarão aos autores para ciência e para realização de eventuais correções, as quais serão posteriormente conferidas tanto pelos pareceristas quanto pelos membros do Conselho Executivo.

8. Realizado esse procedimento, os artigos aprovados serão submetidos aos Editores e aos membros dos Conselhos Editorial e Executivo da Revista, que se reunirão para avaliá-los e finalizar a seleção para a publicação, observando os critérios de qualidade e exogenia e a quantidade de artigos por número.

9. Além desses artigos avaliados anonimamente por pares, a RSDE publicará até dois artigos de convidados por número. Estes artigos serão avaliados somente pelos Conselhos Editorial e Executivo, os quais analisarão a pertinência temática com o foco e o escopo da Revista e a observância das regras formais para publicação.

10. O autor deverá ceder, gratuitamente e com exclusividade, os direitos autorais do trabalho aprovado para os editores da **RSDE - Revista Semestral de Direito Empresarial** e para a **Editora Processo Ltda.-ME**, a fim de publicação ou distribuição em meio impresso ou eletrônico, ficando autorizadas a incluir o Conteúdo Editorial, nos meios de divulgação impressos ou digitais, online, intranet, via internet.

11. A Revista Semestral de Direito Empresarial - RSDE está licenciada com uma Licença Creative Commons - Atribuição-NãoComercial-SemDerivações 4.0 Internacional.

12. As edições da RSDE são publicadas semestralmente e se referem aos meses de janeiro/junho e julho/dezembro de cada ano.