

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE MINAS GERAIS

Programa de Pós-Graduação em Direito

Emerson Alves Andena

**APURAÇÃO DE HAVERES: mecanismos de governança e critérios jus  
econômicos para o equilíbrio entre autonomia privada e dirigismo contratual**

Belo Horizonte

2025

Emerson Alves Andena

**APURAÇÃO DE HAVERES: mecanismos de governança e critérios jus  
econômicos para o equilíbrio entre autonomia privada e dirigismo contratual**

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Direito da Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais, como requisito parcial para obtenção do título de Doutor em Direito.

Orientador: Prof. Dr. Rodrigo de Almeida Magalhães

Linha de pesquisa: Função Social e Função Econômica das Instituições Jurídicas

Belo Horizonte

2025

#### FICHA CATALOGRÁFICA

Elaborada pela Biblioteca da Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais

A543a Andena, Emerson Alves  
Apuração de haveres: mecanismos de governança e critérios jus  
econômicos para o equilíbrio entre autonomia privada e dirigismo contratual /  
Emerson Alves Andena. Belo Horizonte, 2025.  
205 f. : il.

Orientador: Rodrigo de Almeida Magalhães  
Tese (Doutorado) - Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais.  
Programa de Pós-Graduação em Direito

1. Apuração de haveres. 2. Governança corporativa. 3. Contrato social  
(Direito societário). 4. Transação (processo civil). 5. Dissolução parcial de  
sociedade. 6. Procedimento judicial. 7. Princípio da autonomia privada. 8.  
Sociedade por cotas de responsabilidade limitada. I. Magalhães, Rodrigo de  
Almeida. II. Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais. Programa de Pós-  
Graduação em Direito. III. Título.

SIB PUC MINAS

CDU: 347.724

Ficha catalográfica elaborada por Fabiana Marques de Souza e Silva - CRB 6/2086

Emerson Alves Andena

**APURAÇÃO DE HAVERES: mecanismos de governança e critérios jus  
econômicos para o equilíbrio entre autonomia privada e dirigismo contratual**

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Direito da Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais, como requisito parcial para obtenção do título de Doutor em Direito.

---

Prof. Dr. Rodrigo de Almeida Magalhães – PUC Minas (Orientador)

---

Professor Dr. Walter Coelho de Moraes - IBMEC (Banca Examinadora)

---

Professor Dr. Stéphanou Bruno Santos Divino – UFLA (Banca Examinadora)

---

Professor Dr. Bruno Fraga Pistinzi - PUC Minas (Banca Examinadora)

---

Professor Dr. Rafael Alem Mello Ferreira – PUC Minas (Banca Examinadora)

Belo Horizonte, 10 de março de 2025

## **DEDICATÓRIA**

Dedico este trabalho de pesquisa, especialmente à minha esposa, Ritinha, cujo sorriso ilumina meus dias e encanta minha vida; à minha mãe, Elisabete, exemplo inesgotável de amor, fé e coragem, e a Laís e Andrei, nossas crianças, fontes das maiores alegrias e inspirações.

## **AGRADECIMENTOS**

Ao se aproximar o término dessa longa jornada de aprendizados, um sentimento de profunda gratidão se eleva. Em primeiro lugar, meus sinceros agradecimentos ao meu orientador, professor Rodrigo de Almeida Magalhães, cujo saber, orientação e pragmatismo foram fundamentais para moldar os caminhos da pesquisa. A sua generosidade intelectual e apoio constante ofereceram o norte que tantas vezes precisei para transformar ideias em realizações.

Agradeço igualmente a todos o(a)s professore(a)s do Programa de Pós-Graduação em Direito da PUC-Minas. Cada um, com sua singularidade e dedicação, contribuiu para ampliar meus horizontes e aprofundar minha compreensão do direito, inspirando-me a seguir adiante com perseverança.

Registro também minha gratidão à coordenação do curso de Direito da PUC-Minas em Poços de Caldas, na pessoa da professora Maria Catarina Rocha Oliveira de Carvalho, que trabalhou para tornar possível a concretização do doutorado para nós, docentes dessa unidade. Essa oportunidade, que muitos almejam, se fez real por meio de sua visão e compromisso com a nossa formação.

À minha esposa, que também percorreu este caminho ao meu lado, entrego um agradecimento especial. Sua compreensão, gestos de amor, e suas renúncias silenciosas foram o alicerce invisível que me sustentou em muitos momentos.

Estendo ainda minha gratidão à minha mãe, que com paciência e palavras de encorajamento ajudou a manter acesa a chama da determinação.

A todos os amigos e alunos que, direta ou indiretamente, contribuíram para esta conquista, deixo aqui minha gratidão mais sincera e sentida.

## RESUMO

A tese explora o papel dos arranjos institucionais e dos custos de transação no processo de apuração de haveres em sociedades empresariais, propondo uma análise que busca equilibrar a autonomia privada com o dirigismo contratual, especialmente em momentos de ruptura societária. Baseando-se na teoria dos custos de transação de Oliver Williamson, a pesquisa examina como as estruturas de governança afetam a resolução de conflitos e o cálculo de haveres em casos de dissolução parcial de sociedade. A teoria dos custos de transação de Williamson parte da premissa de que os agentes econômicos buscam minimizar os custos relacionados à criação, ao monitoramento e à execução de contratos, em um ambiente no qual a incerteza, a especificidade dos ativos e o oportunismo podem distorcer os resultados. No contexto da apuração de haveres, esses custos incluem não apenas as despesas financeiras de cálculo e compensação do valor das cotas sociais, mas também, o tempo gasto e os riscos de litígios futuros devido a ambiguidades contratuais. Sob essa perspectiva, a tese propõe que os mecanismos de governança – entendidos como as formas pelas quais as empresas estruturam suas relações internas e externas – desempenham papel fundamental no equilíbrio entre a autonomia privada dos sócios e o dirigismo contratual imposto pelo direito. A autonomia privada se refere à liberdade das partes para estipular os termos contratuais de sua relação, conforme o princípio *pacta sunt servanda* (os pactos devem ser respeitados). No entanto, essa autonomia deve ser balanceada com o dirigismo contratual, isto é, a intervenção judicial ou arbitral, sobretudo quando os acordos privados se revelam inadequados para proteger os interesses de todos os envolvidos ou gerar soluções eficientes. No contexto da apuração de haveres, o termo *eficiente* não pode ser entendido apenas como uma solução rápida ou simplista, mas, sim, como uma solução que minimize os custos de transação e, ao mesmo tempo, promova a justiça contratual. A tese apresenta critérios jus econômicos que buscam harmonizar a autonomia privada e o dirigismo contratual na apuração de haveres. Esses critérios incluem parâmetros para a análise do valor econômico justo dos haveres apurados, que considera não apenas o valor contábil, mas também o valor econômico real da empresa, conforme a especificidade de seus ativos, ajustado para refletir sua performance e perspectivas futuras. Esses critérios ajudam a evitar distorções que possam surgir do uso de métodos meramente contábeis ou baseados em cláusulas contratuais engessadas que, em muitas situações, não refletem a realidade dinâmica do mercado. A pesquisa defende que a aplicação da teoria dos custos de transação na apuração de haveres em sociedades empresariais é capaz de gerar soluções mais equilibradas e justas, uma vez que permite a construção de arranjos contratuais

e mecanismos de governança que consideram as particularidades econômicas da empresa e os direitos dos sócios. Essa abordagem contribui para prevenir conflitos, reduzir custos de litígios e promover maior segurança jurídica, ao mesmo tempo em que assegura que a apuração de haveres seja feita de forma transparente e economicamente racional. Em sete capítulos, a tese aqui apresentada configura-se uma pesquisa científica *qualitativa* (cujos dados levantados fornecem detalhes e profundidade de conhecimento para o entendimento mais aprimorado das implicações reveladas), de caráter *exploratório* (sua ênfase está no caráter subjetivo do objeto, no estudo das suas particularidades e experiências singulares) e norteadas pela narrativa *analítico-descritiva*.

Palavras-chave: apuração de haveres; autonomia privada; dirigismo contratual.

## ABSTRACT

The thesis explores the role of institutional arrangements and transaction costs in the process of determining assets in business companies, proposing an analysis that seeks to balance private autonomy with contractual dirigisme, especially in moments of corporate rupture. Based on Oliver Williamson's transaction cost theory, the research examines how governance structures affect conflict resolution and the calculation of assets in cases of partial dissolution of a company. Williamson's transaction cost theory is based on the premise that economic agents seek to minimize costs related to the creation, monitoring and execution of contracts, in an environment in which uncertainty, asset specificity and opportunism can distort values. results. In the context of calculating assets, these costs include not only the financial expenses of calculating and compensating the value of social shares, but also the time spent and the risks of future litigation due to contractual ambiguities. From this perspective, the thesis proposes that governance mechanisms – understood as the ways in which companies structure their internal and external relationships – play a fundamental role in the balance between the private autonomy of partners and the contractual steering imposed by law. Private autonomy refers to the freedom of the parties to stipulate the contractual terms of their relationship, in accordance with the principle *pacta sunt servanda* (agreements must be respected). However, this autonomy must be balanced with contractual dirigisme, that is, judicial or arbitration intervention, especially when private agreements prove to be inadequate to protect the interests of everyone involved or generate efficient solutions. In the context of calculating assets, the term efficient cannot be understood only as a quick or simplistic solution, but rather as a solution that minimizes transaction costs and, at the same time, promotes contractual justice. The thesis presents *jus-economic* criteria that seek to harmonize private autonomy and contractual dirigisme in the calculation of assets. These criteria include parameters for analyzing the fair economic value of the assessed assets, which considers not only the book value, but also the real economic value of the company, according to the specificity of its assets, adjusted to reflect its performance and future prospects. These criteria help to avoid distortions that may arise from the use of purely accounting methods or based on rigid contractual clauses that, in many situations, do not reflect the dynamic reality of the market. The research argues that the application of transaction cost theory in the calculation of assets in business companies is capable of generating more balanced and fair solutions, as it allows the construction of contractual arrangements and governance mechanisms that consider the economic particularities of the company and the rights of partners. This approach helps to prevent

conflicts, reduce litigation costs and promote greater legal certainty, while ensuring that the calculation of assets is carried out in a transparent and economically rational manner. In seven chapters, the thesis presented here is a qualitative scientific research (whose data collected provide details and depth of knowledge for a better understanding of the implications revealed), of an exploratory nature (its emphasis is on the subjective character of the object, on the study of their particularities and unique experiences) and guided by the analytical-descriptive narrative.

Keywords: verification of assets; private autonomy; contractual steering.

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

|          |                                                                          |
|----------|--------------------------------------------------------------------------|
| ABNT     | Associação Brasileira de Normas Técnicas                                 |
| AgInt    | Agravo Interno                                                           |
| art.     | artigo                                                                   |
| AWS      | <i>Amazon Web Services</i>                                               |
| CAPM     | <i>Capital Asset Pricing Model</i>                                       |
| CC/1916  | Código Civil de 1916                                                     |
| CC/2002  | Código Civil de 2002                                                     |
| CDC      | Código de Defesa do Consumidor                                           |
| CFC      | Conselho Federal de Contabilidade                                        |
| CSC      | Código das Sociedades Comerciais Português                               |
| CCP      | Código Civil Português                                                   |
| CPCP     | Código de Processo Civil Português                                       |
| Conjur   | Consultor Jurídico                                                       |
| coord.   | coordenador por                                                          |
| CPC      | Comitê de Pronunciamentos Contábeis do Conselho Federal de Contabilidade |
| CPC/1973 | Código de Processo Civil de 1973                                         |
| CPC/2015 | Código de Processo Civil de 2015                                         |
| D        | dívida                                                                   |
| Des.     | Desembargador/a                                                          |
| DJ-e     | Diário da Justiça Eletrônico                                             |
| dr.      | doutor/a                                                                 |
| DREI     | Departamento Nacional de Registro Empresarial e Integração               |
| e-book   | <i>eletronic book</i>                                                    |
| ECT      | Economia dos Custos de Transação                                         |
| ed.      | edição                                                                   |
| FCD      | Fluxo de Caixa Descontado                                                |
| FCt      | Fluxo de Caixa no período “t”                                            |
| FIPE     | Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas                               |
| http     | <i>Hypertext Transfer Protocol</i>                                       |
| inc.     | inciso                                                                   |
| j.       | julgado em                                                               |
| Kd       | custo de capital de terceiros                                            |

|       |                                                             |
|-------|-------------------------------------------------------------|
| Ke    | custo do capital próprio                                    |
| LTr.  | Editora do Direito do Trabalho e Previdência Social         |
| Min.  | Ministro/a                                                  |
| n.    | número                                                      |
| NBC   | Normas Brasileiras de Contabilidade                         |
| NEI   | Nova Economia Institucional                                 |
| org.  | organizado por                                              |
| p.    | página                                                      |
| PIB   | Produto Interno Bruto                                       |
| prof. | professor/a                                                 |
| Rel.  | Relator/a                                                   |
| REsp  | Recurso Especial                                            |
| ROIC  | Retorno sobre o Capital Investido                           |
| RT    | Revista dos Tribunais                                       |
| S/A   | Sociedade Anônima                                           |
| STF   | Supremo Tribunal Federal                                    |
| STJ   | Superior Tribunal de Justiça                                |
| t.    | tomo                                                        |
| TJ-RS | Tribunal de Justiça do Estado do Rio Grande do Sul          |
| TJ-SP | Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo                  |
| trad. | traduzido por                                               |
| UOL   | Universo <i>OnLine</i>                                      |
| v.    | volume                                                      |
| v.g.  | <i>verbi gratia</i>                                         |
| VPFC  | Valor Presente dos Fluxos de Caixa                          |
| vs.   | <i>versus</i>                                               |
| WACC  | custo global de capital ou custo médio do capital ponderado |
| www   | <i>world wide web</i>                                       |

## SUMÁRIO

|              |                                                                                                                  |           |
|--------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>1</b>     | <b>INTRODUÇÃO</b>                                                                                                | <b>14</b> |
| <b>2</b>     | <b>AUTONOMIA PRIVADA E DIRIGISMO CONTRATUAL NA APURAÇÃO DE HAVERES</b>                                           | <b>20</b> |
| <b>2.1</b>   | <b>A construção do conceito de autonomia privada e o fenômeno do dirigismo contratual: um breve histórico</b>    | <b>21</b> |
| <b>2.2</b>   | <b>Formação dos contratos de sociedade e a fixação de métodos para apuração de haveres</b>                       | <b>25</b> |
| <b>2.3</b>   | <b>Considerações críticas acerca do dirigismo em contratos societários</b>                                       | <b>27</b> |
| <b>2.4</b>   | <b>Fundamentos legais e a evolução da jurisprudência sobre apuração de haveres nos Tribunais Superiores</b>      | <b>33</b> |
| <b>3</b>     | <b>INSTRUMENTOS SOCIETÁRIOS E SUAS INTERFACES COM A APURAÇÃO DE HAVERES</b>                                      | <b>40</b> |
| <b>3.1</b>   | <b>Teorias sobre a natureza jurídica do ato constitutivo de sociedade</b>                                        | <b>41</b> |
| <b>3.2</b>   | <b>O contrato como ato constitutivo de sociedade</b>                                                             | <b>45</b> |
| <b>3.3</b>   | <b>Negócios jurídicos bilaterais, plurilaterais e a patrimonialidade</b>                                         | <b>47</b> |
| <b>3.4</b>   | <b>O contrato como operação econômica</b>                                                                        | <b>49</b> |
| <b>3.5</b>   | <b>Sociedade e teoria do contrato plurilateral</b>                                                               | <b>51</b> |
| <b>3.6</b>   | <b>Peculiaridades do ato constitutivo de sociedade</b>                                                           | <b>55</b> |
| <b>3.6.1</b> | <b>Vícios do contrato e vícios da adesão</b>                                                                     | <b>55</b> |
| <b>3.6.2</b> | <b>(In)execução da obrigação de cada parte</b>                                                                   | <b>56</b> |
| <b>3.6.3</b> | <b><i>Affectio societatis</i></b>                                                                                | <b>57</b> |
| <b>3.7</b>   | <b>O acordo de sócios cotistas: validade e eficácia</b>                                                          | <b>59</b> |
| <b>4</b>     | <b>AS PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS DOS MÉTODOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS MAIS UTILIZADOS NA APURAÇÃO DE HAVERES</b> | <b>66</b> |
| <b>4.1</b>   | <b>Avaliação de empresas: métodos patrimoniais e métodos econômicos</b>                                          | <b>67</b> |
| <b>4.2</b>   | <b>O método do fluxo de caixa descontado (FCD)</b>                                                               | <b>72</b> |
| <b>4.3</b>   | <b>O método do balanço de determinação: critério legal de apuração de haveres</b>                                | <b>81</b> |

|       |                                                                                                                                          |     |
|-------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| 4.4   | Considerações sobre o <i>goodwill</i>                                                                                                    | 85  |
| 4.5   | Crítica à visão binária sobre o uso do balanço de determinação ou do fluxo de caixa descontado                                           | 89  |
| 4.6   | A relevância da especificidade dos ativos na definição dos métodos de cálculo mais adequados ao caso concreto                            | 94  |
| 5     | <b>AS TEORIAS DA FIRMA E A TEORIA DOS CUSTOS DE TRANSAÇÃO DE OLIVER WILLIAMSON: UMA POSSÍVEL CONTRIBUIÇÃO PARA A APURAÇÃO DE HAVERES</b> | 107 |
| 5.1   | Introdução à teoria dos custos de transação                                                                                              | 109 |
| 5.2   | A firma como mecanismo de governança                                                                                                     | 115 |
| 5.3   | As perspectivas de análise de Oliver Williamson                                                                                          | 116 |
| 5.4   | Os determinantes dos custos de transação                                                                                                 | 119 |
| 5.4.1 | Especificidade dos ativos                                                                                                                | 120 |
| 5.4.2 | Racionalidade limitada                                                                                                                   | 121 |
| 5.4.3 | Frequência das transações                                                                                                                | 125 |
| 5.4.4 | Comportamento oportunista                                                                                                                | 126 |
| 5.5   | Mecanismos de governança: mercados, hierarquia, estruturas híbridas                                                                      | 127 |
| 5.5.1 | Mercados                                                                                                                                 | 127 |
| 5.5.2 | Hierarquia                                                                                                                               | 129 |
| 5.5.3 | Formas híbridas                                                                                                                          | 131 |
| 5.6   | Correlação do método de apuração de haveres com a causa da dissolução parcial                                                            | 137 |
| 6     | <b>CRITÉRIOS JUS ECONÔMICOS DE INTERPRETAÇÃO NA APURAÇÃO DE HAVERES</b>                                                                  | 144 |
| 6.1   | A contribuição da análise econômica do direito para a diretriz interpretativa                                                            | 156 |
| 6.2   | Parâmetros para o procedimento da apuração de haveres                                                                                    | 161 |
| 6.3   | Apuração de haveres no anteprojeto de reforma do Código Civil                                                                            | 167 |
| 6.4   | Apuração de haveres na perspectiva do direito estrangeiro - Portugal e Itália                                                            | 172 |
| 7     | <b>CONSIDERAÇÕES FINAIS</b>                                                                                                              | 188 |
|       | <b>REFERÊNCIAS</b>                                                                                                                       | 194 |

## 1 INTRODUÇÃO

A apuração do valor das participações societárias em sociedades contratuais, as cotas sociais, constitui um tema central do direito societário, regido pelas normas do Código Civil e do Código de Processo Civil. Esse tema, amplamente debatido na doutrina e na jurisprudência, tangencia também as ciências contábeis, o que adiciona uma camada de complexidade à sua compreensão e tratamento.

Apurar os haveres societários compreende o procedimento pelo qual se avalia o valor da empresa, e se calcula o valor correspondente à participação societária do sócio que está se desvinculando de uma sociedade contratual. O foco dessa tese é o procedimento de apuração de haveres em sociedades limitadas empresárias. O cálculo dos haveres societários deve ser feito por meio de um método jurídico-contábil, previsto em lei ou expressamente consignado no contrato social. Nesse sentido é o disposto nos arts. 1.031 do CC/2002 e 606 do CPC/2015.

A realização da apuração de haveres é lugar comum nas hipóteses de dissolução parcial societária, situação na qual a sociedade se dissolve para um sócio, que se retirou, faleceu ou foi excluído do quadro societário, e que faz jus à apuração do valor referente à sua participação societária.

Nestas situações de dissolução parcial, salvo disposição contratual em sentido diverso, o cálculo do valor das cotas sociais deve ser feito pelo método do balanço de determinação, um método de avaliação do tipo patrimonial. O contrato social pode, de outro modo, estabelecer métodos específicos para a apuração de haveres, mais aderentes ao perfil negocial da sociedade e ajustados aos interesses dos sócios.

Entre os possíveis métodos de cálculo do valor das cotas sociais, encontram-se também aqueles pertencentes aos critérios econômicos de avaliação, no âmbito dos quais a apuração dos haveres societários considera o potencial de rentabilidade futura dos ativos societários. Nessa categoria, dos critérios econômicos para avaliação de empresas, por exemplo, têm-se os métodos fluxo de caixa descontado e o valor econômico agregado.

Essa possibilidade de fixação contratual de critérios e métodos de apuração de haveres se localiza no campo do exercício da autonomia privada societária. Quando os sócios deliberam e decidem as feições jurídicas da sociedade que estão constituindo, eles estão agindo no espaço assegurado por lei para regular seus interesses próprios. Trata-se de garantia legal da liberdade privada das partes do contrato social. Ocorre que, esse campo próprio do exercício da autonomia privada societária para a fixação contratual do método de apuração de haveres, embora legalmente garantido, é cercado de dúvidas e de controvérsias.

Indaga-se, por exemplo, no caso do método de cálculo definido por lei, como se deve interpretar o art. 606 do CPC/2015, cuja redação contém expressões polissêmicas. Questiona-se, outrossim, a possibilidade de se considerar no cálculo o potencial de geração de ganhos futuros dos ativos. Critica-se a pretensão do sócio retirante de ter incluído no valor de suas cotas a expressão econômica da carteira de clientes a qual ele colaborou para conquistar. Cogita-se, ainda, para ficar apenas com esses exemplos, a possibilidade de se usar determinado método de apuração de haveres conforme a causa da dissolução societária. É possível, nesse caso, vislumbrar a aplicação de métodos diferentes, a depender do motivo que ensejou o desligamento de sócio do quadro societário.

Para muitas situações de lides envolvendo questões como essas, no tema dos haveres societários, todavia, não há dispositivo legal específico para aplicar, mas escassez de doutrina especializada, a jurisprudência é vacilante, e os poucos critérios legais de interpretação existentes são abstratos.

Há celeuma sobre os critérios para se apurar os haveres até mesmo em situações em que o contrato social prevê expressamente o método de cálculo que deve ser usado. O STJ já decidiu que o método de cálculo do valor das cotas previsto contratualmente só deve ser mantido se houver consentimento unânime de todos os sócios a respeito do valor final obtido. E, desse modo, caso o interessado no recebimento do valor das cotas não concorde com o valor calculado, deve ser utilizado o método de cálculo previsto em lei, em que pese o instrumento societário dispor de maneira diversa.

Essas e outras questões sensíveis para a apuração de haveres societários vem à tona, não raro, quando, em determinados casos concretos, um terceiro, provocado por qualquer das partes, sócio ou sociedade, intervém na relação privada societária, a fim de decidir como se deve fazer o cálculo dos haveres. O que é comum ocorrer quando o sócio retirante, seus herdeiros ou cônjuge meeiro, não concordam com os valores das cotas que lhes foram apresentados por ocasião do cálculo dos haveres.

O mais comum é o Poder Judiciário ou a Arbitragem serem provocados por quem não concorda com o resultado do cálculo determinado pelo método de apuração de haveres empregado. Como em regra as decisões arbitrais são sigilosas, as análises dessa tese têm por base exclusivamente decisões judiciais.

Essa espécie de intervenção judicial em matéria de apuração de haveres recebe críticas de várias ordens: i) a decisão tomada pode mitigar a autonomia privada dos sócios e violar o *pacta sunt servanda*; ii) o instrumento societário não é analisado conforme sua natureza e suas peculiaridades e racionalidade econômica própria; iii) os critérios utilizados para a interpretação

podem desconsiderar as particularidades do caso concreto, privilegiando, por exemplo, eventual posição oportunista do sócio retirante ou, por outro lado, possibilitando o enriquecimento sem causa da sociedade; iv) as decisões proferidas podem constituir baliza de comportamento para os futuros contratantes, impactando os custos do contrato; v) as especificidades dos ativos societários podem não estar sendo adequadamente consideradas no método de cálculo utilizado.

Ocorre que, em matéria de apuração de haveres, não há um regramento jurídico específico, capaz de bem orientar a atividade do intérprete em questões como essas aqui relacionadas. Ademais, a apuração de haveres está inserida no tema da avaliação de empresas, a qual desafia os operadores do direito em assuntos técnicos que giram em torno de outros campos de estudo, como as ciências contábeis e econômicas. Tem-se, assim, campo fértil para interpretações díspares.

As controvérsias envolvendo a apuração de haveres nas dissoluções societárias transcendem o debate teórico e revelam consequências práticas significativas para o ambiente empresarial. A incerteza na valoração das cotas, especialmente em sociedades com ativos intangíveis de alta especificidade, gera riscos econômicos substanciais. A ausência de consenso sobre o método de cálculo adequado, somada à ausência de balizas mais claras e precisas para guiar a eventual intervenção do Poder Judiciário no processo, podem desestabilizar o planejamento financeiro da sociedade, impactar negativamente a liquidez, aumentar os custos operacionais e, em última instância, comprometer a continuidade das atividades empresariais. A falta de previsibilidade pode afetar não apenas os sócios envolvidos na dissolução, mas também a estabilidade da própria sociedade e a confiança do mercado na sua capacidade de gerir conflitos de forma eficiente.

A ausência de previsões claras nos instrumentos contratuais acerca dos critérios de apuração de haveres contribui para amplificar os custos de transação (aqueles envolvidos em qualquer operação econômica, como a busca, a especulação, a negociação e a execução da operação), tanto em termos de negociação quanto de execução de decisões. Quando o contrato social não estabelece um método detalhado e inequívoco de valoração, as partes envolvidas ficam à mercê de interpretações subjetivas, o que pode gerar litígios prolongados e complexos.

Diante das incertezas e das lacunas envolvendo a apuração de haveres nas sociedades contratuais, especialmente em relação à escolha de métodos de apuração adequados e à interpretação judicial de expressões legais e contratuais com vagueza semântica, esta pesquisa tem como objetivo propor uma abordagem que integre mecanismos de governança e critérios interpretativos jurídico-econômicos, contribuindo para uma interpretação mais precisa e ajustada às particularidades de cada caso. A partir dessa perspectiva, busca-se oferecer uma

leitura que respeite a autonomia privada dos sócios, mas que, ao mesmo tempo, forneça parâmetros claros para guiar a atuação do Poder Judiciário em dissoluções societárias, especialmente em cenários nos quais há omissão ou vagueza contratual. Para essa análise, propõe-se um roteiro de pesquisa que aborda de maneira crítica e detalhada cada um dos elementos essenciais que compõem a contribuição original desta tese.

Concluída a presente Introdução, o capítulo 2 (“Autonomia privada e dirigismo contratual na apuração de haveres”) analisa, inicialmente, em perspectiva histórica, a evolução do conceito de autonomia de vontade para o contemporâneo conceito de autonomia privada, considerado um limite à atuação do dirigismo contratual. São estudados, na sequência, os fundamentos legais para a apuração de haveres, com foco nos arts. 1.031 do CC/2002 e 606 do CPC/2015, que desafiam a atuação do intérprete em conceitos que extrapolam a esfera exclusivamente jurídica. A jurisprudência oscilante do STJ no tema dos haveres é verificada a seguir. Ao fim, busca-se contextualizar a relevância do contrato social como meio de estabilizar as relações societárias internas, sobretudo ao prever métodos de avaliação mais específicos e alinhados com o perfil da sociedade.

Em seguida, o capítulo 3 (“Instrumentos societários e suas interfaces com a apuração de haveres”) aborda os traços característicos e as singularidades dos instrumentos societários que podem prever cláusulas as quais, de alguma maneira, interferem na apuração de haveres de sociedades contratuais, notadamente o contrato social e o acordo de sócios. Estes instrumentos societários vão além de formalidades jurídicas; funcionam como arranjos que organizam e que regulam a dinâmica entre os sócios, promovendo previsibilidade e segurança jurídica no contexto societário. O capítulo apresenta a importância de cláusulas bem estruturadas nesses contratos, que permitem a definição prévia de metodologias de apuração de haveres, servindo de parâmetro para eventual interpretação judicial em momentos de dissolução parcial e minimizando potenciais conflitos. A análise aborda o contrato social e o acordo de cotistas como mecanismos de governança.

O capítulo 4 (“As principais características dos métodos de avaliação de empresas mais utilizados na apuração de haveres”) revela, minuciosamente, as principais características dos métodos de apuração de haveres mais discutidos na doutrina e na jurisprudência, quais sejam, o balanço de determinação e o fluxo de caixa descontado. Primeiramente, destaca-se a relevante distinção entre os critérios patrimoniais e econômicos, enfatizando que a escolha do método de cálculo, filiado a quaisquer desses critérios, deve considerar a finalidade específica da avaliação. Examina-se o método do balanço de determinação, exigido pela legislação brasileira em casos de dissolução parcial, que se baseia no valor patrimonial da empresa na data de

resolução e que visa a obtenção de uma “fotografia” da situação patrimonial, sem projeção de fluxos de caixa futuros. Ao mesmo tempo, há um exame crítico sobre o método do fluxo de caixa descontado (FCD), amplamente usado para capturar o valor de ativos intangíveis em avaliações de mercado, mas que, na apuração de haveres, pode levar a um possível enriquecimento sem causa do sócio retirante. Ademais, discute-se a adequação dos métodos de avaliação de acordo com a natureza dos ativos, considerando ainda a possibilidade de combinar o balanço de determinação com o fluxo de caixa descontado para refletir o valor justo dos haveres.

O capítulo 5 (“As teorias da firma e a teoria dos custos de transação de Oliver Williamson: possível contribuição para o equilíbrio entre autonomia privada e dirigismo na apuração de haveres”) traz a teoria dos custos de transação de Oliver Williamson como base para o exame dos mecanismos de governança aplicáveis às relações societárias, especialmente no contexto da apuração de haveres. A teoria é explorada no âmbito de sua capacidade para fornecer modelos de governança que auxiliam na mitigação de custos de transação e no alinhamento de interesses, e tem como premissa a consideração das especificidades dos ativos envolvidos e as circunstâncias de dissolução parcial. Esta abordagem destaca a aplicação das estruturas híbridas de governança que combinam elementos de controle e incentivos para coordenar os interesses dos sócios, ao mesmo tempo que servem de critérios para eventual intervenção judicial.

No capítulo 6 (“Critérios jus econômicos de interpretação na apuração de haveres”), são examinados critérios aplicáveis à interpretação contratual e legal no processo de apuração de haveres, com enfoque na perspectiva interdisciplinar entre direito e economia. Inicialmente, aborda-se a distinção necessária entre contratos empresariais e civis, evidenciando como a interpretação de contratos societários exige um olhar especializado que considere os objetivos econômicos das partes. Essa análise reconhece as limitações das abordagens puramente legais, que podem levar a interpretações que não refletem a realidade econômica dos ativos envolvidos na sociedade, especialmente em relação a ativos intangíveis. Por isso, a perspectiva normativa da análise econômica do direito é explorada como uma ferramenta contributiva complementar relevante para a interpretação de dispositivos contratuais e legais na apuração de haveres. Propõe-se que a análise econômica do direito, ao focar na eficiência e na mitigação de custos de transação, amplie as possibilidades interpretativas do art. 606 do CPC/2015.

O capítulo 7 apresenta as “Considerações Finais” da pesquisa, as quais pretendem contribuir com a proposta de mecanismos de governança e critérios jurídicos e econômicos para

a uniformização do tratamento jurídico em matéria de apuração de haveres, capazes de propiciar equilíbrio entre dirigismo contratual e autonomia privada.

Em sete capítulos, a tese aqui apresentada configura-se uma pesquisa científica *qualitativa* (cujos dados levantados fornecem detalhes e profundidade de conhecimento para o entendimento mais aprimorado das implicações reveladas), de caráter *exploratório* (sua ênfase está no caráter subjetivo do objeto, no estudo das suas particularidades e experiências singulares) e norteadada pela narrativa *analítico-descritiva*.

## 2 AUTONOMIA PRIVADA E DIRIGISMO CONTRATUAL NA APURAÇÃO DE HAVERES

Os sócios de sociedades contratuais, no exercício da autonomia privada para regular as relações societárias internas, estabelecem cláusulas para diversas finalidades, mas que, por vezes, acabam sofrendo ingerência externa, posteriormente, quando um conflito de interesse é judicializado ou submetido à arbitragem. Importa-nos, sob essa perspectiva, especificamente os critérios de apuração de haveres societários, os quais podem ser fixados contratualmente e que, não raro, se inserem no contexto da tensão entre autonomia privada e dirigismo contratual.

Para o pleno entendimento do tema proposto, importa abordar a evolução histórica do conceito de autonomia de vontade para o contemporâneo conceito de autonomia privada. Impõe-se, pois, o que a literatura especializada apresenta de mais importante nesse processo evolutivo, destacando-se a transição do Estado Liberal para o Estado Social, isto é, o movimento que culminou na funcionalização do direito privado, já no Estado Democrático de Direito após a Constituição Federal de 1988 (CF/1988).

O fenômeno do dirigismo contratual é apresentado, na sequência, para possibilitar a compreensão tanto do seu propósito como da sua justificativa, sobretudo no exercício da atividade jurisdicional. Isto porque, para além da legalidade, o exercício da autonomia privada encontra limites no princípio da juridicidade.

O Código Civil de 2002 (CC/2002) relaciona alguns elementos essenciais a todo e qualquer contrato societário, com os quais a sociedade já pode ser regularmente constituída. Ao lado deles, porém, há vários outros pontos que podem ser tratados no contrato social, para que ele consiga cumprir uma de suas funções<sup>1</sup>: solucionar ou minimizar conflitos surgidos em razão das relações jurídicas travadas na sociedade ou envolvendo as relações jurídicas de sócios com terceiros.

Entre os possíveis conflitos de interesse no âmbito societário, destacam-se as situações nas quais a sociedade pode enfrentar o que se convencionou chamar dissolução parcial. Situação na qual a sociedade se dissolve para um sócio, que faleceu, se retirou (ou foi excluído) do quadro societário, e que faz jus à apuração do valor referente à sua participação societária. A essa operação convencionou-se chamar apuração de haveres.

---

<sup>1</sup> TOMAZETTE, Marlon. Autonomia privada nos contratos sociais de Sociedades Limitadas – apuração de haveres. In: VILAÇA, Leonardo F.; OLIVEIRA, Leônidas Meireles Mansur Muniz de; BENEVIDES, Wilson Almeida (org.). **Autonomia privada**: democracia, estado de direito e valores existenciais e patrimoniais. Belo Horizonte: Expert, 2022, p. 271.

Nestas situações, salvo disposição contratual em sentido diverso, o cálculo do valor da participação societária deve ser feito pelo critério legal do método “balanço de determinação”, conforme previsto nos arts. 1.031 do CC/2002 e art. 606 do CPC/2015. O balanço de determinação, a ser detalhado posteriormente nesta pesquisa, é um método de avaliação de ativos empresariais do tipo patrimonial, ou seja, considera o acervo patrimonial da empresa construído até a data estabelecida para o cálculo.

Por outro lado, o contrato social pode estabelecer um método de cálculo específico para se apurar haveres, definido pelos sócios, mais aderente ao perfil negocial da sociedade e dos interesses daqueles que a integram.

É nesse contexto que aqui se analisam possíveis situações nas quais o dirigismo contratual, normalmente por meio de decisão judicial ou arbitral, invade a esfera da autonomia privada dos sócios, a fim de aplicar uma solução pretensamente mais justa ou adequada para a apuração de haveres, mas que carece de aprofundamento no trato das especificidades de ativos tangíveis e intangíveis.

Critica-se, desde já, neste ponto, a aparente falta ou incompletude de critérios para esta intervenção na esfera privada dos sócios. Para aprofundar o estudo proposto, a discussão se embasa em bibliografia de doutrina especializada e se vale da jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça (STJ).

## **2.1 A construção do conceito de autonomia privada e o fenômeno do dirigismo contratual: um breve histórico**

O termo autonomia deriva do grego *auto* (de si mesmo) e *nomos* (lei), “aquele que estabelece suas próprias leis ou aquele que se autogoverna”. Um conceito utilizado em diversas áreas de conhecimento, entre elas a filosofia, a política e o direito. No universo jurídico, não há uma autonomia da vontade, mas, verdadeiramente, diversas autonomias, conforme a ótica de cada época sobre o referido conceito.

Costuma-se invocar Immanuel Kant como o precursor da expressão autonomia da vontade, a partir de sua obra *Fundamentação da metafísica dos costumes*. É o que faz Jerome Schneewind<sup>2</sup>, autor de *A invenção da autonomia* (1998), para quem este conceito tem uma

---

<sup>2</sup> Até os escritos de Kant, sempre se usava “autonomia” como um termo para designar entidades políticas que não eram obrigadas a obedecer a qualquer autoridade outra do que sua própria. Os estados são autônomos quando têm o direito de fazer suas próprias leis. Kant ampliou o conceito para a esfera pessoal. Na perspectiva kantiana, ser autônomo é ser livre no sentido moralmente relevante, e a liberdade moral se expressa ou se torna evidente na ação autônoma. SCHNEEWIND, Jerome. Kant e a moralidade como resultado de nossa autonomia. **Revista do Instituto Humanitas Unisinos**, n. 417, ano XIII, 06 maio 2013, p. 6.

história localizada num determinado período, geralmente conhecido e associado ao projeto do Iluminismo do qual Kant se torna o autor mais emblemático e representativo.

De fato, teorizando justiça como liberdade, Immanuel Kant forneceu as bases teóricas para o fundamento do Estado Liberal. Em *Fundamentação da Metafísica dos Costumes*, estabelece o que entende por liberdade: o sujeito só será livre se sua vontade for determinada de maneira autônoma, ou seja, comandada por uma lei que ele imponha a si mesmo.

Segundo Kant, o ordenamento jurídico deve assegurar que cada cidadão seja capaz de usufruir ao máximo sua liberdade e, assim, de desenvolver sua personalidade de acordo com a sua individualidade. Dito de outro modo, o Estado deve criar leis jurídicas que limitem as ações dos indivíduos os quais porventura tenham o condão de violar a liberdade de outros indivíduos.

Para Kant, não basta o Estado garantir a ordem em sociedade, é obrigatório assegurar a a mais ampla liberdade individual possível, ou seja, a livre manifestação de vontade pelo indivíduo deve ser assegurada pelo Estado, por meio de lei. Por essa razão, fala-se que o pensamento kantiano é um dos pilares teóricos do modelo de Estado Liberal, no âmbito do qual os cidadãos pretendem ter direitos fundamentais garantidos por lei, onde o direito seja limitador do poder estatal, e no qual se daria o ápice da “autonomia de vontade”.

A autonomia da vontade despontou com o movimento liberal, após o declínio do Estado Absolutista, dando início ao liberalismo jurídico. Atribuiu-se, então, grande importância à liberdade contratual, a qual passou a ser vista como a mais genuína manifestação da vontade do indivíduo. Ao Estado cabia, somente, garantir a execução das vontades. Esse pensamento defendia a abstenção da autoridade estatal no exercício da manifestação de vontade dos cidadãos, possibilitando a cada indivíduo realizar seus interesses e inclinações individuais sem a intervenção estatal:

A expressão “autonomia da vontade” tem sua memória ligada ao liberalismo. Com a propriedade privada, afigurava-se como princípio que regia a concepção de um sistema de direitos negativos perante o Estado e a outros cidadãos, possibilitando, dessa maneira, a cada indivíduo a realização de seus interesses e inclinações individuais sem a intervenção estatal. Tal concepção era extremamente conveniente ao objetivo da época, posto que qualquer limitação dos anseios individuais por parte do Estado travaria o progresso e o desenvolvimento humano e social, materializando-se em obstáculo ao desenvolvimento do capitalismo. Assim, vigia uma noção de autonomia ilimitada. O acordo de vontades, refletor da liberdade do querer humano, desprovido de condicionantes externas, era o signo para a produção dos efeitos jurídicos que aproovessem ao homem no período liberal<sup>3</sup>.

---

<sup>3</sup> SÁ, Maria de Fátima Freire de; PONTES, Maíla Mello Campolina. Autonomia privada e o direito de morrer. In: FIUZA, César; SÁ, Maria de Fátima Freire de; NAVES, Bruno Torquato de Oliveira (coord.). **Direito civil: atualidades III**. Belo Horizonte: Del Rey, 2009, p. 43-44.

Embora não haja verdadeiramente um consenso sobre a autoria da expressão autonomia de vontade, no modelo econômico liberal em que fora cunhada, predominante após as revoluções do século XVIII, a plena liberdade fundamentava a igualdade das partes e dava azo à necessidade de um sistema jurídico rígido que desse segurança às relações contratuais, que fosse capaz de fazer cumprir os contratos<sup>4</sup>.

O liberalismo procurava, então, conciliar a liberdade formal e a segurança, conceitos estruturantes das relações privadas daquela época, quando se destacavam os seguintes princípios contratuais: plena liberdade contratual, obrigatoriedade dos contratos e Estado como garantidor da liberdade formal. A revisão de cláusulas contratuais (dirigismo) enfrentava uma séria de obstáculos, devido ao que se pode chamar de “efeito cogente da vontade”<sup>5 6</sup>.

No direito privado, forjado após as revoluções liberais, a vontade individual estaria sendo autorizada pelo ordenamento jurídico, ou seja, ao Estado cabia somente proteger os espaços necessários para cada indivíduo desenvolver sua liberdade. O contrato deveria moldar-se à vontade, garantindo que ela fosse protegida e cumprida conforme o acordado. Esse era o sentido da expressão autonomia de vontade.

Ocorre que, o exercício da autonomia da vontade levado às últimas consequências mostrou-se danoso à coletividade. Contratos pactuando intermináveis jornadas de trabalho, por exemplo, estariam legitimados pelo direito vigente. A liberdade exacerbada, desse modo, limitava outros valores também fundamentais.

O conceito jurídico de liberdade, em seu melhor sentido, está indissociavelmente ligado à possibilidade de livre desenvolvimento da personalidade de cada pessoa e, para tanto, é necessária a atuação estatal positiva, a fim de garantir os direitos fundamentais (igualdade material). Mas foi somente com as Constituições detentoras de normas de conteúdo programático, a versarem sobre a forma de intervenção estatal no domínio econômico e nas relações contratuais (Estado Social), que as questões privadas começaram a ser equilibradas com as questões coletivas, permitindo ao Estado regular a relação entre particulares (dirigismo

---

<sup>4</sup> SOUZA, Adriano Stanley Rocha; GONÇALVES, Livia Guimarães. Da autonomia da vontade à autonomia privada: breve análise da trajetória dos contratos. *In*: VILAÇA, Leonardo F.; OLIVEIRA, Leônidas Meireles Mansur Muniz de; BENEVIDES, Wilson Almeida (org.). **Autonomia privada**: democracia, estado de direito e valores existenciais e patrimoniais. Belo Horizonte: Expert, 2022, p. 290.

<sup>5</sup> OLIVEIRA, Leônidas Meireles Mansur Muniz de; OLIVEIRA, André Anderson Gonçalves de. Autonomia Privada e Contratos: uma releitura da “crise da vontade” e da teoria da standardização. *In*: **Autonomia privada**: democracia, estado de direito e valores existenciais e patrimoniais. Belo Horizonte: Expert, 2022, p. 190.

<sup>6</sup> Diretamente associados com o princípio da autonomia da vontade, isto é, a liberdade contratual possuía caráter absoluto, de modo que a vontade expressa nos contratos possuía efeitos amplos e irrestritos pelo poder estatal.

contratual)<sup>7</sup>. O exercício da autonomia deixava de ser “máximo” para ser limitado pelo ordenamento jurídico.

No Brasil, a CF/1988 consagrou direitos fundamentais que, junto com a democracia, se firmaram como os fundamentos estruturantes do Estado Democrático de Direito contemporâneo. Princípios constitucionais, como a boa-fé objetiva, a função social e a dignidade humana consagram-se como elementos limitantes da autonomia.

Fala-se menos em autonomia da vontade, e mais em autonomia privada. O indivíduo, pela declaração de sua própria vontade, é livre para criar direitos e contrair obrigações, de acordo com os limites da lei e o princípio da juridicidade. A atuação estatal na esfera das relações particulares é, portanto, autorizada pelo ordenamento jurídico, a fim de zelar pelo interesse geral da sociedade (função social)<sup>8</sup>.

A autonomia privada, no dizer da doutrina, é “o poder que o particular tem de estabelecer as regras jurídicas de seu próprio comportamento, ou seja, o poder de criar, nos limites legais, normas jurídicas”<sup>9</sup>. Esse comportamento autônomo deve relacionar-se com os valores constitucionais, valorizando, assim, a dignidade da pessoa humana. A autonomia privada possui a característica de não ser absoluta, pois deve respeitar limites impostos pelo ordenamento jurídico:

[...] autonomia privada não é absoluta, pois tem de ser conciliada, em primeiro lugar, com o direito das outras pessoas a uma idêntica quota de liberdade, e, além disso, com outros valores igualmente caros ao Estado Democrático de Direito, como a autonomia pública (democracia), a igualdade, a solidariedade e a segurança. Se a autonomia privada fosse absoluta, toda lei que determinasse ou proibisse qualquer ação humana seria inconstitucional<sup>10</sup>.

É nesse contexto, em que o exercício da autonomia do indivíduo é limitado pelo próprio ordenamento, que o fenômeno do dirigismo estatal ganha corpo. “Dirigir”, para o Estado, significa zelar pelo interesse geral, buscando garantir estabilidade social e equilíbrio negocial.

<sup>7</sup> SOUZA, Adriano Stanley Rocha; GONÇALVES, Livia Guimarães. Da autonomia da vontade à autonomia privada: breve análise da trajetória dos contratos. In: VILAÇA, Leonardo F.; OLIVEIRA, Leônidas Meireles Mansur Muniz de; BENEVIDES, Wilson Almeida (org.). **Autonomia privada**: democracia, estado de direito e valores existenciais e patrimoniais. Belo Horizonte: Expert, 2022, p. 292.

<sup>8</sup> Conforme ocorre na intervenção do Poder Judiciário nos contratos de adesão, nos casos em que se verificam cláusulas abusivas.

<sup>9</sup> FARIA, Roberta Elzy Simiqueli de. Autonomia da vontade e autonomia privada: uma distinção necessária. In: FIUZA, César *et al.* (coord.). **Direito civil**: da autonomia privada nas situações jurídicas patrimoniais e existenciais. Belo Horizonte: Del Rey, 2007, p. 61.

<sup>10</sup> Daniel Sarmiento *apud* FARIA, Roberta Elzy Simiqueli de. Autonomia da vontade e autonomia privada: uma distinção necessária. In: FIUZA, César *et al.* (coord.). **Direito civil**: da autonomia privada nas situações jurídicas patrimoniais e existenciais. Belo Horizonte: Del Rey, 2007, p. 61.

O dirigismo estatal pode ser levado a efeito por diversas formas: fala-se em dirigismo no plano da política legislativa, o que se verifica, por exemplo, na edição de leis que tenham por objetivo conferir maior proteção a uma parte mais fraca em determinada relação jurídica (ex: Código de Defesa do Consumidor – CDC). Fala-se em dirigismo pelo Poder Executivo, quando, por exemplo, uma agência reguladora edita normas jurídicas a fim de regular certo setor da economia. E, talvez, a mais popular forma de dirigismo, a intervenção judicial nas relações privadas.

Fala-se em dirigismo contratual toda vez que o Estado juiz intervir na esfera privada dos contratantes, seja para corrigir distorções, promover equilíbrio, ou declarar a nulidade de cláusula abusiva. Assim, o dirigismo contratual, embora admitido pelo direito pátrio, para ser legítimo e adequado, precisa ser precedido de critérios que autorizem a sua ocorrência.

## **2.2 Formação dos contratos de sociedade e a fixação de métodos para apuração de haveres**

Quando da formação dos contratos societários, é necessário estabelecer elementos de duas categorias: gerais e específicos. Os primeiros estão relacionados àqueles normalmente encontrados em toda e qualquer espécie contratual, como os requisitos genéricos dos negócios jurídicos (art. 104 do CC/2002): agente capaz, objeto lícito, forma escrita, manifestação livre de vontade. Já no campo dos elementos específicos do contrato de sociedade, destacam-se, por exemplo: pluralidade de sócios, contribuição dos sócios para a formação do capital social e direito de participação nos lucros.

Nessa categoria contratual, a dos contratos societários, há elementos obrigatórios (ex: qualificação dos sócios, objeto, sede social) e elementos (cláusulas) facultativas (quórum de aprovação em deliberações sociais para temas específicos, critérios de sucessão das quotas sociais), com destaque nesta pesquisa para a cláusula que pode estabelecer método de apuração de haveres.

Apurar os haveres societários é procedimento pelo qual se avalia o valor da empresa e se calcula o valor correspondente à participação societária do sócio que está se desvinculando de uma sociedade contratual. A apuração dos haveres societários deve ser feita utilizando um método de cálculo multidisciplinar jurídico-contábil previsto em lei ou expressamente consignado no contrato social.

É o que dispõe o art. 1.031 do CC/2002, o qual deve ser aplicado quando a sociedade se dissolve para um sócio, por algum dos motivos legalmente previstos<sup>11</sup>. Nos casos em que a sociedade se resolver para um sócio, o valor da sua quota “considerada pelo montante efetivamente realizado, liquidar-se-á, salvo disposição contratual em contrário, com base na situação patrimonial da sociedade, à data da resolução, verificada em balanço especialmente levantado”.

O artigo em questão estabelece um critério específico para o cálculo do valor das cotas (critério patrimonial), a ser verificado em procedimento denominado balanço especial (ou balanço de determinação, na linguagem da doutrina). Esse método, segundo a lei, só terá lugar no cálculo dos haveres societários se não houver disposição contratual diversa. Esse critério patrimonial definido em lei, e levado a efeito pelo método do balanço de determinação, tem caráter subsidiário, e só deve ser utilizado se os sócios, no contrato social ou em acordo de sócios, não tiverem estabelecido outro método para calcular o valor das cotas.

Pelo critério patrimonial, o balanço de determinação considera os ativos e os passivos contabilizados, o que fora construído pela sociedade até a data do desligamento do sócio do quadro societário. Há, ainda, métodos de cálculo do valor das cotas sociais filiados ao critério econômico de avaliação, a exemplo do fluxo de caixa descontado, que consideram o potencial de rentabilidade da sociedade. Cabe aos sócios, em instrumento próprio, estabelecer de modo inequívoco o método de apuração de haveres a ser adotado nas hipóteses de dissolução parcial da sociedade. Se desejarem adotar algum critério econômico, este deverá estar previsto no instrumento contratual. Caso seja silente o contrato social a esse respeito, nada prevendo sobre critério e método de apuração de haveres, utiliza-se o balanço de determinação (arts. 1.031 do CC/2002 e 606 do CPC/2015).

O art. 606 do CPC/2015 também disciplina o método de avaliação de haveres societários: “em caso de omissão do contrato social, o juiz definirá, como critério de apuração de haveres, o valor patrimonial apurado em balanço de determinação [...]”.

A lei processual estabelece a mesma lógica do CC/2002, ao trazer expressamente que o critério legal para o cálculo do valor das cotas é o patrimonial, por meio do balanço de determinação, que só deve ser usado se o contrato social não estabelecer método distinto. Assim, ambas as leis (CPC/2015 e CC/2002) esclarecem que o balanço de determinação é um

---

<sup>11</sup> São várias as hipóteses legais em que um sócio se desliga da sociedade e tem direito de receber o valor de seus haveres societários, por exemplo: exclusão por falta grave (art. 1.030 do CC/2002), exclusão extrajudicial (art. 1.085 do CC/2002), morte de sócio (art. 1.028 do CC/2002) e liquidação a pedido de ex-cônjuge de sócio (art. 1.027 do CC/2002).

critério jurídico-contábil a ser usado de forma subsidiária, quando os sócios não houverem escolhido critério diferente.

Essa possibilidade de fixação contratual do critério de apuração de haveres nada mais é do que o exercício da autonomia privada dos sócios. Quando os sócios deliberam e decidem as feições jurídicas da sociedade que estão constituindo, estão agindo no espaço assegurado por lei para regular seus interesses próprios. Em outras palavras, é a garantia legal da liberdade privada das partes, no caso, dos sócios.

Ocorre que, esse campo próprio do exercício da autonomia privada societária, embora legalmente garantido, nem sempre é respeitado. E isso ocorre por vários motivos. Em alguns casos, a intervenção judicial pode se mostrar legítima, por exemplo, em situações de apuração das cotas a valor vil, manobras contábeis dolosamente praticadas para prejudicar o sócio ou fraudes. Existem, no entanto, situações em que a intervenção judicial não se mostra adequada ao decidir lides sobre a definição de critério e método de apuração de haveres no caso concreto. É o que se segue em análise.

### **2.3 Considerações críticas acerca do dirigismo em contratos societários**

O exercício da autonomia privada encontra limites no ordenamento jurídico. Aliás, ao próprio conceito de autonomia privada são inerentes limitações jurídicas ao exercício da manifestação de vontade individual. A função social do contrato, a boa-fé, e a eficácia horizontal dos direitos fundamentais impedem que a vontade do indivíduo seja exercida de forma ilimitada, ou máxima, como se verificava no ideal liberal do século XVIII.

Assim, o campo da autonomia privada pode sofrer intervenção estatal, sobretudo para corrigir distorções decorrentes de cláusulas contratuais em que uma das partes sequer teve oportunidade de efetivamente negociar. É o que ocorre, por exemplo, nos contratos de adesão, nos quais a parte hipossuficiente, por vezes, se sente prejudicada e se socorre do Poder Judiciário para buscar um reequilíbrio contratual. Em casos como esse, de dirigismo contratual pela via judiciária, a atuação estatal pode ser imprescindível para assegurar direitos fundamentais de um dos contratantes.

Ousa-se propor, neste ponto do estudo, uma classificação: nessa situação típica dos contratos de adesão, o grau de exercício da autonomia privada é mínimo, considerando a impossibilidade fática de uma das partes discutir as cláusulas do contrato. Ao mesmo tempo, verifica-se a possibilidade de nível máximo de dirigismo estatal, requisito que autoriza a intervenção judicial declarar a invalidade de cláusula contratual expressamente prevista.

Há situações, no entanto, nas quais não parece apropriada a ocorrência do dirigismo contratual para afastar os efeitos de cláusula expressa, sobretudo nos casos em que o grau de exercício da autonomia privada é máximo. É o que se verifica, por exemplo, nas cláusulas estabelecidas em contratos societários. Nesse tipo contratual, os sócios estão numa relação jurídica horizontal. Significa dizer que, embora possa haver sócio majoritário, com maior poder de voto<sup>12</sup>, não há que se falar em hipossuficiência de uma das contratantes.

As disposições contratuais antes de estabelecidas no contrato social, devem ser objeto de deliberação e votação, conforme dispõe o CC/2002. Há quórum legal específico para se aprovar certos temas que podem afetar interesses de todos os integrantes do quadro societário<sup>13</sup>. Todos os sócios, desse modo, participam de fato da construção ou alteração do contrato social.

A cláusula que interessa mais especificamente neste estudo é a que estabelece o método de apuração de haveres societários. Essa disposição contratual se encontra no âmbito do que acima fora delimitado, isto é, aquele em que as partes (sócios) têm o máximo grau de exercício da autonomia. Com base nesse raciocínio, em tal situação, o grau de intervenção judicial (dirigismo) deve ser mínimo, ou seja, só tem lugar em casos excepcionais, por exemplo, situação em que o método de cálculo dos haveres previsto em contrato leve ao aniquilamento do patrimônio do sócio desligado. De fato, a apuração e o pagamento dos haveres ao ex-sócio ou aos sucessores do sócio falecido devem ocorrer sem qualquer ordem de sanção<sup>14</sup>, cumprindo ao balanço especial de determinação levantado e espelhar o valor patrimonial real da sociedade.

Não parece haver dúvidas de que a possibilidade de definição de métodos de apuração de haveres está num espaço privado, protegido, no qual o legislador não quis mesmo que o fenômeno do dirigismo tivesse poder amplo de atuação. Não seria outro o motivo de os arts. 1.031 do CC/2002 e art. 606 do CPC/2015 disciplinarem que “salvo disposição em contrário”, será utilizado o valor patrimonial apurado em balanço de determinação.

Ora, é o próprio texto legal, expressamente, reservando aos sócios a possibilidade de determinarem pelo contrato social o método de cálculo que melhor lhes aprouver. E isso faz todo sentido. Sabe-se que, a iniciativa privada desenvolve a atividade econômica nos mais variados mercados, passando pelas tradicionais indústrias e comércios e pelos novos negócios

---

<sup>12</sup> Em sociedades contratuais, o cálculo dos votos em reunião ou assembleia é realizado conforme o percentual de cotas que eles representam (art. 1.010 do CC/2002).

<sup>13</sup> BRASIL. Código Civil (2002). Art. 1.061. “A designação de administradores não sócios dependerá de aprovação da unanimidade dos sócios, enquanto o capital não estiver integralizado, e de 2/3 (dois terços), no mínimo, após a integralização”.

<sup>14</sup> CAMPINHO, Sérgio Murilo S. **A sociedade limitada na perspectiva de sua dissolução**. 3. ed. Rio de Janeiro: Saraiva Jur, 2024, p. 241 (*ebook*).

surgidos continuamente no ambiente digital. Para cada tipo de empresa<sup>15</sup>, é possível ter um ou mais adequados métodos de apuração de haveres societários.

Ao estabelecerem contratualmente um critério e método de apuração de haveres, os sócios podem ter objetivos diversos, por exemplo, precificar para baixo o valor da participação societária, como forma de desestimular o desligamento voluntário do sócio<sup>16</sup>. A subvalorização das cotas sociais pode ser proposital<sup>17</sup>.

Esse tipo de cláusula que estimula um comportamento positivo ou negativo de sócios se alinha diretamente com a teoria de Thaler e Sunstein<sup>18</sup> no campo da economia comportamental, especialmente no que diz respeito ao uso de *nudges* (incentivos) para influenciar decisões.

Os referidos autores exploram como pequenas intervenções — chamadas de *nudges* — podem modificar a arquitetura da escolha, ou seja, o ambiente no qual as decisões são tomadas, de forma a incentivar comportamentos mais alinhados aos objetivos desejados, sem, no entanto, impor restrições absolutas. Neste exemplo, ao estabelecer um valor de apuração de haveres reduzido em caso de saída voluntária, os sócios criam um *nudge* financeiro para desestimular a retirada, influenciando o comportamento do sócio sem, contudo, restringir sua liberdade de deixar a sociedade.

Na perspectiva da economia comportamental, essa estratégia funciona como uma intervenção indireta que explora o conceito de aversão à perda, incentivando o sócio a permanecer na sociedade ao invés de enfrentar a perda financeira que a subvalorização das cotas impõe. Em outras palavras, a cláusula torna a opção de permanecer na sociedade mais atraente, ou menos custosa, do que a alternativa da saída.

A cláusula exemplificada, assim, utiliza um incentivo negativo (a subvalorização na apuração das cotas) como um *nudge* que busca conduzir o comportamento dos sócios na direção desejada — a permanência na sociedade —, influenciando suas decisões de maneira sutil e eficiente, a fim de promover a estabilidade e continuidade dos interesses societários.

---

<sup>15</sup> Sabe-se que o conceito de empresa é polissêmico, ora se referindo à uma atividade econômica, ora tratando do estabelecimento empresarial ou do empresário e, por vezes, utilizada como sinônimo da pessoa jurídica sociedade. Como sinônimo de empresa, tem-se o vocábulo firma, muito utilizado pelos teóricos das ciências econômicas. Nesta pesquisa, utilizam-se os vocábulos empresa e firma indistintamente, quando se faz referência à organização dos fatores de produção com escopo lucrativo ou à entidade jurídica sociedade. Em cada caso, o contexto intentará deixar claro o sentido que se quer dar.

<sup>16</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. Apuração de haveres na ação de dissolução de sociedade. In: RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; CARAMÊS, Guilherme Bonato Campos. **Direito Empresarial e o CPC/2015**. Belo Horizonte: Fórum, 2018, p. 26.

<sup>17</sup> Sobre mecanismos contratuais de incentivo ou de controle, será visto a teoria dos custos de transação de Oliver Williamson no capítulo 6 desta tese.

<sup>18</sup> THALER, Richard H. SUNSTEIN, Cass R. **Nudge: como tomar melhores decisões sobre saúde, dinheiro e felicidade**. Rio de Janeiro: Objetiva. 2019 p.p. 6-17.

Cada um dos tipos de critérios de avaliação de empresas (patrimonial e econômico) tem suas particularidades. Fora do contexto da dissolução parcial, a tendência é a adoção de critério econômico, pois, quando se negocia a venda de uma empresa, ou de parte dela, invariavelmente, será considerado o potencial de geração de riqueza do negócio. A empresa valerá mais ou menos a depender, entre outros fatores, da expectativa de crescer e de gerar resultados positivos. E somente os critérios econômicos<sup>19</sup> de avaliação podem demonstrar essa perspectiva.

O cálculo do valor das cotas pelo critério patrimonial, realizado por balanço de determinação, por outro lado, não considera, em regra<sup>20</sup>, o potencial de ganhos futuros da empresa para essa finalidade. Sob certa ótica, parece ser mais adequado o uso deste método de cálculo nos casos de dissolução parcial, pois o sócio desligado só recebe um percentual do que já fora efetivamente realizado pela empresa, o patrimônio líquido<sup>21</sup>. Nem por isso, entretanto, o uso do critério patrimonial está isento de críticas. Sustenta-se que, o cálculo das cotas por este critério pode levar ao enriquecimento ilícito dos sócios que permanecem na sociedade pois, não raramente, há empresas que operam contabilmente “no vermelho”<sup>22</sup>, mas que possuem grandes expectativas de retornos financeiros na linha do tempo, em razão do modelo de negócio e do mercado no qual estão inseridas.

Como se nota, os métodos de apuração de haveres dos critérios patrimonial e econômico têm suas aparentes vantagens e desvantagens<sup>23</sup>, a depender da situação concreta. Cabe aos sócios a escolha de um deles. Se assim não procederem em cláusula do instrumento societário, então, deverá ser aplicado o método definido em lei, de forma subsidiária.

Se a escolha cabe aos sócios, previamente, eles devem fazer as necessárias análises para determinar o método de apuração de haveres mais adequado ao exercício da atividade econômica entabulada. Essas diferenças entre um e outro método, em abstrato, não parecem minimamente aptas a autorizar a atuação judicial modificativa, sob o argumento de que o

---

<sup>19</sup> O critério econômico e o método do fluxo de caixa descontado são apresentados no capítulo 4.

<sup>20</sup> Em capítulo próprio, descreve-se a complexidade de se pretender avaliar ativos intangíveis pelo método do balanço de determinação, o qual a lei classificou como eminentemente patrimonial.

<sup>21</sup> O patrimônio líquido (PL) é um conceito dentro do balanço patrimonial; refere-se ao valor contábil de uma empresa. Trata-se do valor de diferença entre valores do ativo e passivo da entidade. DOU. **O que é patrimônio líquido de uma empresa? 10 nov. 2022.** Disponível em: <https://e-dou.com.br/o-que-e-patrimonio-liquido-de-uma-empresa/>. Acesso em: 26 jul. 2022.

<sup>22</sup> É o caso de muitas empresas classificadas como *startups*: STARTUPS.COM.BR. Disponível em: <https://startups.com.br/>. Acesso em: 25 set. 2024.

<sup>23</sup> No capítulo 4 da tese serão analisadas as potencialidades e a adequação desses métodos de cálculo para apurar haveres.

cálculo irá subvalorizar, ou sobrevalorizar, o valor das cotas sociais. Nessa mesma linha de raciocínio concluem Spinelli<sup>24</sup> e Fábio Ulhoa Coelho<sup>25</sup>.

Os prós e os contras de cada critério e método de cálculo devem ser sopesados pelos sócios e, no âmbito do que aqui se chama grau máximo de exercício da autonomia privada, não deve ter lugar o dirigismo contratual, senão em grau mínimo, a fim de corrigir graves distorções. Não se acredita ser razoável, ou adequada, a intervenção judicial para atender meros descontentamentos de sócios com os haveres apurados, prática que revelaria o atendimento de meros interesses particulares<sup>26</sup>.

A jurisprudência de alguns tribunais, contudo, nem sempre reconhece essa autonomia, e acaba intervindo em questões societárias sem apresentar fundamentação que enfrente, com certa profundidade, questões centrais na apuração de haveres, como particularidades da atividade econômica da sociedade e as especificidades dos ativos envolvidos. Como exemplo, menciona-se o REsp 1335619/SP, de relatoria da Min. Nancy Andrighi (j. 03-03-2015, DJe 27-03-2015). O STJ concluiu, por maioria, que na dissolução parcial de sociedade por quotas de responsabilidade limitada, “o critério previsto no contrato social para a apuração dos haveres do sócio retirante somente prevalecerá se houver consenso entre as partes quanto ao resultado alcançado”.

Nesse mesmo sentido, o TJ-SP, no Agravo de Instrumento 2103661-29.2021.8.26.0000 (j. 29-11-2021), decidiu que, se o sócio não concordou com o valor das cotas apurado pelo critério econômico previsto no contrato social, então, deve ser aplicado o critério do balanço de determinação estabelecido na legislação.

Esses dois casos ilustram o problema aqui examinado. Embora exista previsão legal de se aplicar o critério do balanço de determinação de forma subsidiária, há decisões dos tribunais que, sem apresentar uma fundamentação jurídica consistente, desconsideram o método de apuração previsto contratualmente para apuração de haveres e aplicam o método legal do balanço de determinação.

Ora, a apuração de haveres é um direito de caráter patrimonial, disponível, e que pode ser objeto de deliberação no âmbito da órbita privada dos sócios. Não havendo motivo legítimo

---

<sup>24</sup> SPINELLI, Luis Felipe. **Exclusão de sócio por falta grave na sociedade limitada**. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 507.

<sup>25</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. Apuração de haveres na ação de dissolução de sociedade. In: RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; CARAMÊS, Guilherme Bonato Campos. **Direito Empresarial e o CPC/2015**. Belo Horizonte: Fórum, 2018, p. 26.

<sup>26</sup> Crítica-se na doutrina que a “justiça” está valendo mais a pena para quem não tem razão. TIMM, Luciano Timm. Justiça está valendo mais a pena para quem não tem razão’, diz professor da FGV. **Isto É Dinheiro**. 23 maio 2022. Disponível em: <https://www.istoedinheiro.com.br/justica-esta-valendo-mais-a-pena-para-quem-nao-tem-razao-diz-professor-da-fgv/>. Acesso em: 26 jul. 2022.

a justificar a intervenção judicial – aplicação de um critério que reduza as cotas a valor vil, presença de fraude, ou outro vício, por exemplo – o mero descontentamento do sócio em relação ao valor a ser recebido pelo critério contratual de apuração de haveres não parece ser suficiente a legitimar a intervenção judicial modificativa e afastar a aplicação de cláusula contratual previamente pactuada entre os sócios.

Não se pretende defender aqui uma autonomia privada societária absoluta, o que nem seria cobiçado. Também não se quer dizer que os sócios devem ficar vinculados ao estabelecido no contrato social desde que não haja vícios na formação da vontade.

Seguindo a ideia de classificação do exercício da autonomia privada em graus, a proposição que aqui se faz é que, quando se está diante de caso concreto no qual se configure autonomia privada em grau máximo (v.g cláusula de apuração de haveres), a intervenção judicial (dirigismo) deve se dar de forma inversamente proporcional, ou seja, em grau mínimo. Dito de outro modo, a decisão judicial deve respeitar, em regra, a disposição legal que assegura espaço de autonomia privada aos sócios, somente intervindo neste tipo de relação societária em situações excepcionais, conforme exposto, e desde que fundamentada. Há uma legítima expectativa de que os contratos sejam cumpridos, e no ambiente do direito societário isto não é diferente.

O dirigismo contratual como limitador da autonomia das partes contratantes deve ter lugar somente a partir de critérios claros, aptos a autorizar a justa excepcionalidade da intervenção judicial. Talvez, por inadequada compreensão de se utilizar ou não um outro método de cálculo, até porque a matéria dos haveres impõe uma complexidade multidisciplinar (v.g ciências contábeis), o dirigismo contratual, por vezes, tem lugar, ora modificando o acordado entre os sócios, ora desconsiderando critérios relacionados aos ativos potencialmente envolvidos na apuração.

Busca-se, por isso, em parte desta pesquisa, contribuir com uma análise aprofundada, sobre critérios jurídicos e econômicos, que sirvam de orientação para se aplicar métodos de apuração dos haveres. Assim, são analisados os principais, aqueles frequentemente encontrados nas lides envolvendo apuração do valor das cotas sociais, em casos de dissolução parcial de sociedade. O objetivo é compreender como são feitos os cálculos dos haveres pelos critérios patrimonial e econômico, para, posteriormente, propor parâmetros para a utilização de um ou de outro, conforme especificidades dos ativos em um caso concreto.

Antes, porém, apresenta-se um breve esboço histórico do entendimento jurisprudencial dos Tribunais Superiores sobre o uso de métodos de cálculo para apuração de haveres.

## 2.4 Fundamentos legais e a evolução da jurisprudência sobre apuração de haveres nos Tribunais Superiores

O tema da apuração de haveres nos casos de resolução da sociedade em relação ao sócio tem suscitado elevado número de demandas no Poder Judiciário<sup>27</sup> nacional. Além disso, o tratamento jurisprudencial da matéria não tem sido uniforme, o que se demonstra perante o STJ, por se tratar da corte de uniformização das matérias infraconstitucionais.

Ressalta-se, porém, que não integra o escopo deste trabalho investigar as raízes históricas mais remotas<sup>28</sup> das causas que autorizam, ou não, a dissolução parcial de sociedade. Pretende-se, isso sim, apresentar, em síntese, a previsão normativa da dissolução societária no ordenamento pátrio para, ao final, esmiuçar o objeto da pesquisa proposta, qual seja, os critérios e os métodos de cálculo da apuração de haveres, no conflito percebido entre autonomia privada e dirigismo.

Se, sob a égide do Código Comercial de 1850 pairavam dúvidas sobre a viabilidade da dissolução parcial societária<sup>29</sup>, elas ficaram no passado. O CC/2002 trouxe a previsão legal do instituto, no Livro II da parte especial (Do Direito de Empresa) (“Da Resolução de Sociedade em Relação a um Sócio”). O CC/2002 dispõe que a sociedade se resolve parcialmente no caso de: morte de sócio (art. 1.028), direito de retirada imotivado (art. 1.029), exclusão judicial de sócio (art. 1.030), direito de retirada motivado (art. 1.077) e exclusão extrajudicial de sócio (art. 1.085).

Todas essas hipóteses deságuam na apuração de haveres (art. 1.031 do CC/2002):

Nos casos em que a sociedade se resolver em relação a um sócio, o valor da sua quota, considerada pelo montante efetivamente realizado, liquidar-se-á, salvo disposição contratual em contrário, com base na situação patrimonial da sociedade, à data da resolução, verificada em balanço especialmente levantado.

<sup>27</sup> Uma pesquisa de jurisprudência realizada em 24-08-2024 com as palavras-chaves “apuração de haveres”, no *site* do STJ retornou 3.885 decisões monocráticas; o mesmo critério de pesquisa no *site* do TJ-SP retornou 16.555 acórdãos e, na busca de jurisprudência do TJ-MG, 1.121 acórdãos.

<sup>28</sup> Cogita-se que a origem da discussão das cláusulas contratuais proibitivas da dissolução de sociedade remonta ao direito romano, em que já se buscava inserir cláusulas impedindo a dissolução por morte de um sócio. SILVA, Isabel de Carvalho. **Da dissolução parcial das Sociedades Anônimas**. Monografia (Trabalho de Conclusão de Curso em Direito). Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-RJ). 2009. Disponível em: <https://www.maxwell.vrac.puc-rio.br/14296/14296.PDF>. Acesso em: 24 ago. 2024, p. 16.

<sup>29</sup> A despeito das opiniões contrárias, prevaleceu a interpretação dos arts. 335 e 336 do Código Comercial de 1850, tornando-se pacífico o entendimento de que a dissolução parcial era válida e deveria ser aplicada, sempre que fosse possível a preservação da empresa. SILVA, Isabel de Carvalho. **Da dissolução parcial das Sociedades Anônimas**. Monografia (Trabalho de Conclusão de Curso em Direito). Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-RJ). 2009. Disponível em: <https://www.maxwell.vrac.puc-rio.br/14296/14296.PDF>. Acesso em: 24 ago. 2024, p. 26.

Nos últimos anos, o STJ foi instado a decidir uma série de demandas envolvendo questões sobre apuração de haveres societários, as quais envolviam a aplicação do critério legal previsto no art. 1.031 do CC/2002 e no art. 606 do CPC/2015. O tribunal também teve oportunidade de se manifestar sobre a possibilidade, ou não, de se aplicar a determinadas situações concretas o critério do valor econômico, comumente realizada pelo método de cálculo do fluxo de caixa descontado.

Antes da vigência do art. 1.031 do CC/2002, e do art. 606 do CPC/2015, o STF e o STJ já eram provocados a decidir sobre litígios concretos envolvendo a apuração do valor de cotas sociais. Foi o Decreto n. 3.708/1919 que inaugurou no ordenamento jurídico a regulamentação da constituição de sociedades por quotas, de responsabilidade limitada. Segundo o art. 15<sup>30</sup> deste diploma, ao sócio que se retirava da sociedade seria devido “o reembolso da quantia correspondente ao seu capital, na proporção do último balanço aprovado”.

A fórmula não era adequada. Dificilmente se chegaria por meio dela a resultado que refletisse o real valor atualizado das cotas sociais do sócio retirante. Valores meramente contábeis não refletem o valor de mercado dos ativos se eles fossem alienados. Pode causar severa distorção da perspectiva patrimonial da sociedade o uso tão somente de valores históricos para mensurar o quinhão da participação social, pois o patrimônio empresarial poderá ter sofrido relevante variação entre a data de elaboração do balanço e a data do efetivo desligamento do sócio.

Ainda, corria-se o risco de o balanço contábil ser manipulado pelos sócios remanescentes, de forma a prejudicar o sócio retirante. Para coibir esse tipo de prática<sup>31</sup>, o STF editou a Súmula 265: “Na apuração de haveres não prevalece o balanço não aprovado pelo sócio falecido, excluído ou que se retirou”.

A construção evolutiva da matéria nos Tribunais superiores, ciente de que o balanço contábil não corresponde à verdadeira situação econômica e financeira da sociedade, passou a considerar a figura do balanço especial de determinação, que deveria refletir:

um levantamento contemporâneo à despedida do sócio, a fim de que a apuração dos haveres se faça pelos valores reais do patrimônio da sociedade (aí incluídos os bens corpóreos e incorpóreos) e não pelos valores contabilizados, sem qualquer sanção ao

<sup>30</sup> BRASIL. Decreto n. 3.708/1919. Art. 15. “Assiste aos sócios que divergirem da alteração do contrato social a faculdade de se retirarem da sociedade, obtendo o reembolso da quantia correspondente ao seu capital, na proporção do último balanço aprovado. Ficam, porém, obrigados às prestações correspondentes às quotas respectivas, na parte em que essas prestações forem necessárias para pagamento das obrigações contraídas, até a data do registro definitivo da modificação do estatuto social”.

<sup>31</sup> CAMPINHO, Sérgio. **Curso de direito comercial: direito de empresa**. 20. ed. Rio de Janeiro: GEN, 2024 (*ebook*), p. 92.

sócio retirante, excluído, ou a seus sucessores que não venham a sucedê-lo na sociedade em caso de seu falecimento<sup>32</sup>.

No STF, começou-se a decidir que o cálculo do valor das cotas não deve ser realizado com simples apuração contábil dos haveres. O indigitado cálculo, em hipóteses de dissolução parcial societária, deve se dar mediante fórmula que o aproxime do resultado a ser obtido com a dissolução total da sociedade, fazendo a apuração de haveres com a maior amplitude possível, com a exata verificação, física e contábil, dos valores do ativo. É o que se vê no Recurso Extraordinário 89.464/SP, Rel. Min. Cordeiro Guerra, j. 12-12-1978.

A partir desse julgado, a jurisprudência sobre apuração de haveres firmou-se no sentido de que o valor das cotas deve ser calculado de forma a se aproximar da dissolução total, com arrimo nos princípios da equidade e da vedação ao enriquecimento sem causa. É o que se infere do acórdão unânime extraído do Recurso Extraordinário n. 91.044/RS, pela 2ª Turma, Rel. Min. Décio Miranda, j. 07-08-1979.

Após a transferência da competência recursal promovida pela CF/1988 para o STJ julgar a matéria, foi mantida a construção sobre o uso do balanço especial de determinação para o cálculo dos haveres. É o que se verifica no julgamento do REsp n. 35.702-0/SP, Rel. Min. Waldemar Zveiter, j. 13-12-1992: “Na sociedade constituída por sócios diversos, retirante um deles, o critério de liquidação dos haveres, segundo a doutrina e a jurisprudência, há de ser, utilizando-se o balanço de determinação, como se tratasse de dissolução total”.

O CC/2002 aborda a matéria no art. 1.031, e o CPC/2015, no art. 606. Na vigência de ambos os dispositivos, a jurisprudência do STJ segue vacilante.

No julgamento do Recurso Especial n. 968.317/RS, Rel. Min. João Otávio de Noronha, e julgado à unanimidade pelos integrantes da Quarta Turma, em 13-04-2009, constou da ementa:

não configura ofensa ao art. 1.031 do Código Civil o acolhimento das conclusões de laudo pericial que, ao apurar o valor do fundo de comércio, utiliza-se de sistemática de cálculo consistente na ‘projeção da rentabilidade futura trazida ao valor presente’, de modo a aferir os efeitos provocados pela perda da parcela intangível do patrimônio (‘contas de clientes’), que seguira juntamente com os sócios retirantes, no patrimônio da sociedade<sup>33</sup>.

<sup>32</sup> CAMPINHO, Sérgio. **Curso de direito comercial: direito de empresa**. 20. ed. Rio de Janeiro: GEN, 2024 (*ebook*), p. 93.

<sup>33</sup> BRASIL. **Superior Tribunal de Justiça**. EDcl no Recurso Especial n. 968.317-RS (2007/0165626-0) Disponível em: [https://processo.stj.jus.br/SCON/GetInteiroTeorDoAcordao?num\\_registro=200701656260&dt\\_publicacao=30/06/2009](https://processo.stj.jus.br/SCON/GetInteiroTeorDoAcordao?num_registro=200701656260&dt_publicacao=30/06/2009). Acesso em: 25 set. 2024.

No julgamento do Recurso Especial n. 1.335.619/SP, Rel. Min. João Otávio de Noronha, e julgado por maioria pelos integrantes da Terceira Turma, em 03-03-2015, decidiu-se que o critério previsto no contrato social para a apuração dos haveres do sócio retirante só prevalecerá se houver consenso entre as partes quanto ao resultado alcançado.

Entendeu-se neste julgado que,

em caso de dissenso, a jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça está consolidada no sentido de que o balanço de determinação é o critério que melhor reflete o valor patrimonial da empresa [...] o fluxo de caixa descontado, por representar a metodologia que melhor revela a situação econômica e a capacidade de geração de riqueza de uma empresa, pode ser aplicado juntamente com o balanço de determinação na apuração de haveres do sócio dissidente<sup>34</sup>.

No julgamento do Recurso Especial n. 1.877.331/SP, Rel. Min. Ricardo Villas Bôas Cueva, e julgado por maioria pela Terceira Turma, em 13-04-2021, cingia a controvérsia em definir se o Tribunal de origem, ao afastar o uso da metodologia do fluxo de caixa descontado para avaliação dos bens imateriais que integram o fundo de comércio na fixação dos critérios da perícia contábil para apuração de haveres na dissolução parcial de sociedade, violou os arts. 1.031 do CC/2002 e 606 do CPC/2015.

Na decisão do Recurso Especial prevaleceu que o critério a ser utilizado na apuração de haveres é o do valor patrimonial real, obtido pelo método do balanço especial de determinação. Reforçou-se o entendimento de que o art. 606 do CPC/2015 referendou e ampliou o que já figurava no art. 1.031 do CC/2002 sobre o uso deste método de cálculo. Consignou-se, ainda, que a opção do legislador pelo critério do valor patrimonial real excluiria “a possibilidade de aplicação conjunta da metodologia do fluxo de caixa descontado”, a qual não seria “aconselhável na apuração de haveres do sócio dissidente”<sup>35</sup>.

Neste mesmo Recurso Especial n. 1.877.331/SP, decidiu-se que, o critério legal (patrimonial) é o mais acertado e está mais afinado com o princípio da preservação da empresa, ao passo que o econômico (do qual deflui a metodologia do fluxo de caixa descontado), além de inadequado para a apuração de haveres, pode ensejar consequências perniciosas, como (i) desestímulo ao cumprimento dos deveres dos sócios minoritários; (ii) incentivo ao exercício do direito de retirada, em prejuízo da estabilidade das empresas; e (iii) enriquecimento indevido do sócio desligado em detrimento dos que permanecem na sociedade.

<sup>34</sup> BRASIL. **Superior Tribunal de Justiça**. Recurso Especial n. 1.335.619-SP (2011/0266256-3). Disponível em: [https://scon.stj.jus.br/SCON/GetInteiroTeorDoAcordao?num\\_registro=201102662563](https://scon.stj.jus.br/SCON/GetInteiroTeorDoAcordao?num_registro=201102662563). Acesso em: 25 set. 2024.

<sup>35</sup> BRASIL. **Superior Tribunal de Justiça**. Recurso Especial n. 1.877.331-SP (2019/0226289-5). Disponível em: [https://scon.stj.jus.br/SCON/GetInteiroTeorDoAcordao?num\\_registro=201902262895&dt\\_publicacao=14/05/2021](https://scon.stj.jus.br/SCON/GetInteiroTeorDoAcordao?num_registro=201902262895&dt_publicacao=14/05/2021). Acesso em: 25 set. 2024.

No julgamento do Recurso Especial n. 1.904.252/RS, Rel. Min. Maria Isabel Gallotti, e julgado à unanimidade pelos integrantes da Quarta Turma, em 22-08-2023, as controvérsias giravam em torno dos critérios para apuração de haveres, ou melhor, quais valores estariam abrangidos e o prazo prescricional para distribuição de lucros não distribuídos ao sócio retirante no caso de dissolução parcial da sociedade; soma-se a isso se deveriam ser abarcados os lucros futuros da sociedade ou os lucros não distribuídos durante o período em que ainda a integrava.

Confirmando o acórdão proferido pelo TJ-RS, o STJ, neste último Recurso Especial, assim decidiu:

i. o valor da quota do sócio retirante deve corresponder o mais próximo possível ao real valor dos ativos da sociedade, de modo a refletir o seu valor patrimonial real;

ii. não se deve admitir um mero levantamento contábil para apuração de haveres, mas proceder a um balanço real, físico e econômico, que não necessariamente projete os lucros futuros da sociedade;

iii. não se incluem os lucros futuros na apuração de haveres, vez que, “omisso o contrato social quanto ao montante a ser reembolsado pela participação social e quanto à possibilidade de inclusão de lucro futuro, aplica-se a regra geral de apuração de haveres, em que o sócio não receberá valor diverso do que receberia, como partilha, na dissolução total”<sup>36</sup>;

iv. considerando que a base de cálculo dos haveres é o patrimônio da sociedade, aqueles valores que ainda não o haviam integrado não podem ser partilhados com o sócio retirante;

v. o fluxo de caixa descontado, “método para avaliar a riqueza econômica de uma empresa dimensionada pelos lucros a serem agregados no futuro”, não seria “adequado para o contexto da apuração de haveres”;

vi. o prazo de prescrição trienal é aplicável em relação jurídica envolvendo direito societário, em demanda relacionada à distribuição de lucros (art. 206, § 3º, VI, do CC/2002);

vii. a apuração de haveres se processa da forma prevista no contrato social, vez que, nessa seara, prevalece o princípio da força obrigatória dos contratos, cujo fundamento é a autonomia da vontade. Inteligência do art. 1.031 do CC/2002.

viii. em caso de dissenso, a cláusula contratual acerca da apuração de haveres deve prevalecer, à luz do princípio da força obrigatória dos contratos, com fundamento na autonomia da vontade, revisitando-se, pois, ponto que havia sido objeto do REsp n. 1.335.619/SP.

---

<sup>36</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Informativo de Jurisprudência n. 785 do STJ**. 05 set. 2023. REsp 1.904.252-RS, Rel. Min. Maria Isabel Gallotti, Quarta Turma, por unanimidade, j. 22-8-2023. Disponível em: <https://scon.stj.jus.br/jurisprudencia/externo/informativo/>. Acesso em: 25 set. 2024.

Entre todos os Recursos Especiais citados, o posicionamento adotado pelo STJ no REsp 1.904.252/RS parece ser o mais extensivo, dada a observância ao conteúdo dos instrumentos societários, ao fazer referência expressa à força obrigatória dos contratos, e ao estabelecer que, se o contrato social assim dispuser, possíveis rendimentos futuros de uma sociedade podem ser considerados na apuração de haveres. Trata-se de evolução jurisprudencial no tratamento da matéria.

O entendimento está alinhado com a melhor interpretação da legislação atual relativa ao tema. Neste trabalho, defende-se, assim como parte da doutrina<sup>37</sup>, que o art. 606 do CPC/2015, em típica disposição de direito material, não revogou o art. 1.031 do CC/2002. Ambos convivem de maneira harmoniosa. A lei processual positivou o melhor entendimento do art. 1.031 do CC/2002, dispondo que, para se realizar a apuração de haveres devem ser considerados não só os bens tangíveis, mas também os intangíveis<sup>38</sup>, a preço de saída, além do passivo a ser igualmente apurado.

O entendimento manifestado no REsp 1.904.252/RS também está em linha com a tese aqui defendida, sobre a necessidade imperiosa de ocorrer o dirigismo contratual em grau mínimo em matéria societária – neste caso, a intervenção judicial na modalidade conservativa – na medida em que ela preserva e respeita o acordo de vontades celebrado entre as partes.

A análise dos julgados já relacionados revela que a jurisprudência dos Tribunais superiores tem evoluído. Observa-se, há tempos, a preocupação do órgão julgador em realizar a apuração de haveres de modo a refletir o valor real das cotas, ao não autorizar o uso de valores meramente contábeis para a realização do cálculo. Mais recentemente, visualiza-se a possibilidade de incluir lucros futuros na apuração de haveres, desde que haja previsão contratual para isso.

Algumas discussões, porém, ainda não apareceram de forma contundente na jurisprudência dos Tribunais superiores. Também não se vê muito interesse doutrinário, a despeito de algumas indagações elementares<sup>39</sup>. Dentre elas, questiona-se: O método legal do balanço de determinação é hábil para o cálculo dos haveres quando estiverem presentes ativos intangíveis na empresa avaliada? Poderia, e qual seria o sentido, de o contrato social prever

---

<sup>37</sup> CAMPINHO, Sérgio. **Curso de direito comercial**: direito de empresa. 20. ed. Rio de Janeiro: GEN, 2024 (*ebook*), p. 93.

<sup>38</sup> Segundo Sérgio Campinho, embora o vetor legal para a apuração de haveres seja o critério patrimonial real, a ser obtido pelo balanço especial de determinação, para o específico fim da avaliação de ativos intangíveis é necessário o emprego de um critério do valor econômico, através do método do fluxo de caixa descontado. Dessa forma, o cálculo do valor das cotas sociais que envolva ativos tangíveis e intangíveis deve utilizar de maneira conjugada os métodos do balanço de determinação e do fluxo de caixa descontada.

<sup>39</sup> Além dessas questões, há outras envolvendo a apuração de haveres, tema que merece estudos aprofundados por perspectivas diversas.

métodos de cálculo diferentes, de acordo com a causa da dissolução societária? A depender das especificidades dos ativos envolvidos na avaliação, seria possível cogitar do uso conjugado de mais de um método de cálculo? Como os sócios poderiam minimizar os efeitos da externalidade negativa consubstanciada na interferência judicial no caso concreto?

Entre essas e outras questões que ainda merecem maior aprofundamento pelos estudiosos desse intrincado tema da apuração de haveres, uma, em especial, merece destaque: Como é o procedimento de cálculo do balanço de determinação, previsto nos Códigos Civil e de Processo Civil? Este método usa exclusivamente o critério patrimonial para buscar os valores dos ativos, mesmo se houver intangíveis entre eles?

Ao que parece, essa expressão legal balanço de determinação não é designativa de nenhum método de cálculo amplamente utilizado em *valuation* empresarial. É o que tem demonstrado a pesquisa bibliográfica realizada para este trabalho. Os pontos de delicadeza desse método legal, cuja finalidade é dar concretude ao valor das cotas sociais, a partir do critério do patrimônio da empresa, precisam primeiro ser bem compreendidos, para, só depois, poder se afirmar sobre a sua adequação, ou não, para determinados tipos de ativos presentes no caso concreto.

Visando colaborar com a evolução do tratamento dispensado ao campo dos haveres societários, o qual está entrelaçado na teia jurídica formada pela tensão entre autonomia privada e dirigismo contratual, segue-se no intuito de avaliar as interfaces dos instrumentos societários com a apuração de haveres, e os possíveis critérios e métodos de apuração mais utilizados para obter o valor das participações societárias nas hipóteses de dissolução parcial.

### 3 INSTRUMENTOS SOCIETÁRIOS E SUAS INTERFACES COM A APURAÇÃO DE HAVERES

O Poder Judiciário recebe continuamente diversas demandas envolvendo contratos de várias naturezas, por exemplo, consumo, civil e empresarial. Essas categorias contratuais têm suas particularidades, o que requer tratamentos distintos. A falta da categorização e da compreensão adequada dos vetores de funcionamento dos contratos societários pode levar a decisões judiciais desconectadas do contexto nos quais eles estão inseridos.

Em tempos de constitucionalização do direito privado, não é difícil encontrar interpretações contratuais que considerem critérios baseados em princípios com alto grau de abstração. Como resultado, surgem decisões judiciais que geram, entre outros efeitos, relativização do *pacta sunt servanda*, mitigação da autonomia privada, e insegurança jurídica.

Os reflexos da interpretação dos contratos pelos tribunais vão muito além de resolver o caso concreto para as partes litigantes. As decisões proferidas pelos tribunais podem constituir baliza de comportamento para os futuros contratantes, impactando os custos de transação contratuais.

Defende-se, por isso, a necessidade de se compreender bem as especificidades da categoria dos contratos societários, objeto que compõe este estudo. Sem a pretensão de esgotar o tema, mas com o intuito de propor uma contribuição relevante, analisa-se a natureza jurídica, os elementos específicos e os princípios aplicáveis ao contrato social e ao acordo de cotistas. Peculiaridades fundamentais para a adequada interpretação de questões contratuais no âmbito societário, sobretudo envolvendo apuração de haveres. E isso deve considerar uma dupla perspectiva: a jurídica e a econômica.

Uma característica do direito societário não muito explorada na literatura, mas essencial à linha de raciocínio desenvolvida nesta tese, diz respeito à regulação e à tutela das relações societárias que os sócios desenvolvem entre si. Essa teia de relações jurídicas entre os sócios ganha relevo na apuração de haveres, visto que interesses contrapostos podem vir à tona ao se discutir a avaliação das cotas.

Entende-se, conforme leciona António Menezes Cordeiro, que o direito societário contemporâneo supera o limiar bidimensional dos exclusivos relacionamentos sócio/sociedade, pois há ainda ligações diretas entre os próprios sócios, patentes nos acordos parassociais<sup>40</sup>. O fenômeno associativo revela um caráter dúplice de manifestações: de um lado, as relações

---

<sup>40</sup> MENEZES CORDEIRO, António. **Manual de direito das sociedades**. v. I. Coimbra: Almedina, 2004, p. 514.

jurídicas travadas entre a pluralidade dos sócios; por outro, a autonomia do ente societário como sujeito de direitos na ordem jurídica.

Várias são as espécies de contratos parassociais<sup>41</sup> a compor o gênero contratos societários, entre os quais destacam-se o acordo de cotistas e a opção de compra futura. Dado que a apuração de haveres é o objeto de análise específico deste estudo, analisam-se os dois instrumentos societários usualmente empregados para estabelecer critérios e métodos de cálculo de participações societárias: primeiro, o contrato social; em seguida, o acordo de cotistas.

### 3.1 Teorias sobre a natureza jurídica do ato constitutivo de sociedade

Conforme rege o art. 981 do CC/2002, os elementos constitutivos do contrato de sociedade são: a) acordo de vontades; b) pluralidade de pessoas<sup>42</sup>; c) obrigações recíprocas entre os sócios; d) finalidade econômica e) partilha de resultados.

A manifestação de vontade que ensejará a constituição da sociedade, em regra, é materializada em ato reduzido a escrito, assinado por todos os sócios, que define a configuração da sociedade: sede, capital social, nome, gerência, responsabilidades e tipo societário<sup>43</sup>. A doutrina diverge, de longa data, da natureza jurídica dessa manifestação de vontade, como se vê a seguir.

#### *Teorias anticontratualistas*

Os contratos ordinários, em regra, são formados por partes cujas vontades são contrapostas, a exemplo da compra e venda ou da permuta. São casos de contratos bilaterais.

Nas sociedades, por outro lado, é fundamental a existência de uma finalidade comum, vale dizer, as vontades dos seus membros devem estar dirigidas no mesmo sentido, normalmente o desenvolvimento da atividade e a produção de lucros. Essa ideia de “escopo comum”, afirma Marlon Tomazette<sup>44</sup>, dificultou o enquadramento do ato constitutivo da

---

<sup>41</sup> Para aprofundamento: CRAVEIRO, Mariana Conti. **Pactos parassociais patrimoniais**: elementos para sua interpretação no direito societário brasileiro. 2012. Tese (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo (USP), São Paulo, 2012.

<sup>42</sup> A exceção fica por conta da sociedade limitada unipessoal, prevista no art. 1.052, § 1º, do CC/2002.

<sup>43</sup> TOMAZETTE, Marlon. **Curso de direito empresarial**: teoria geral e direito societário. v. 1. São Paulo: Saraiva, 2022 (*ebook*), p. 100.

<sup>44</sup> TOMAZETTE, Marlon. **Curso de direito empresarial**: teoria geral e direito societário. v. 1. São Paulo: Saraiva, 2022 (*ebook*), p. 100.

sociedade na categoria dos contratos bilaterais, pois, nestes, as vontades são contrapostas, isto é, não se dirigem ao mesmo fim.

Diante desse cenário, buscou-se desenvolver as teorias do ato coletivo e do ato complexo. Para a teoria do ato coletivo, o ato constitutivo das sociedades seria um ato unilateral formado pela união de várias vontades, dirigidas no mesmo sentido, as quais ficariam visíveis individualmente. Essas várias vontades parciais manteriam sua individualidade, nunca se cruzando, diversamente do ocorrido nos contratos comuns. A teoria do ato complexo afirma que o ato constitutivo seria um ato unilateral composto pela união de vontades que se fundem e que são direcionadas à mesma finalidade, perdendo sua individualidade<sup>45</sup>.

As críticas a estas duas teorias seguem a mesma linha: nos atos constitutivos de sociedade, na verdade, as vontades dos sócios se cruzam, elas são contrapostas por uma certa perspectiva imediata, embora mediatamente as vontades sejam convergentes na execução do escopo societário comum.

Os sócios discutem a forma de integralização do capital social e as quotas a serem adquiridas como contrapartida. Discutem, ainda, a distribuição de dividendos, o rateio de prejuízos e os reinvestimentos. Existe uma tensão inerente aos contornos das relações jurídicas entabuladas entre os sócios (conflito de interesses), e entre estes e a sociedade, algo que será mantido durante toda a existência da sociedade. Situações tipicamente verificadas em contratos, o que leva, por isso, à refutação da ideia de ato complexo ou coletivo.

### *Teoria do ato de fundação*

A teoria do ato de fundação, ou do ato corporativo, defende que as manifestações de vontades dos sócios não têm validade por si só. Elas constituem, na verdade, uma antecipação da manifestação de vontade da nova entidade, sem representar a vontade dos sócios<sup>46</sup>. Para esta teoria, os contratos produzem efeitos interpartes, em regra, e não estariam aptos para criar um ente novo (a sociedade), por isso, não poderia ser contratual a natureza jurídica do ato constitutivo de sociedade.

---

<sup>45</sup> TOMAZETTE, Marlon. **Curso de direito empresarial: teoria geral e direito societário**. v. 1. São Paulo: Saraiva, 2022 (*ebook*), p. 101.

<sup>46</sup> TOMAZETTE, Marlon. **Curso de direito empresarial: teoria geral e direito societário**. v. 1. São Paulo: Saraiva, 2022 (*ebook*), p. 101.

A crítica da doutrina<sup>47</sup> à teoria do ato de fundação é que não se pode vislumbrar uma manifestação antecipada da vontade do ente no próprio ato que o cria. Se a sociedade ainda não existe, como poderia manifestar sua vontade? E mais: a personalidade jurídica da sociedade decorre da vontade da lei civil vigente<sup>48</sup>, e não do contrato. Refuta-se, assim, o que defende a teoria do ato de fundação.

### *Teoria do ato institucional*

Os adeptos da teoria do ato institucional sustentam que a natureza contratual não é capaz de explicar o ato constitutivo das sociedades por ações. Para esta teoria, deve haver a prevalência de um interesse social sobre o interesse particular dos sócios.

A instituição seria uma organização social, isto é, uma estrutura, ligada a um determinado grupo de indivíduos, mas autônoma em relação a eles, na qual órgãos<sup>49</sup>, sob um determinado arranjo, trabalham coordenadamente em função dos objetivos postulados por esse grupo de indivíduos<sup>50</sup>. Essa organização social perdura embora possa haver substanciais alterações nos elementos de sua formação original, quer sejam de caráter subjetivo (pessoas) ou objetivo (bens).

Rubens Requião, ao analisar a obra de Maurice Hauriou, idealizador da teoria institucional, destaca que os elementos da instituição corporativa são três: “1º a ideia da obra a realizar em um grupo social; 2º o poder organizado posto a serviço desta ideia para sua realização; 3º as manifestações de comunhão que se produzem no grupo social a respeito da ideia e de sua realização”<sup>51</sup>.

A ideia central na instituição é a obra a realizar, a finalidade que busca concretizar, relegando a menor importância a vontade dos sócios, a qual não seria tão determinante na vida

<sup>47</sup> TOMAZETTE, Marlon. **Curso de direito empresarial: teoria geral e direito societário**. v. 1. São Paulo: Saraiva, 2022 (*ebook*), p. 101.

<sup>48</sup> BRASIL. Código Civil (2002). “Art. 985. A sociedade adquire personalidade jurídica com a inscrição, no registro próprio e na forma da lei, dos seus atos constitutivos”.

<sup>49</sup> São órgãos da sociedade anônima, segundo a Lei n. 6.404/1976: assembleia geral, diretoria, conselho de administração, conselho fiscal.

<sup>50</sup> SOUZA, Alessandro Orizzo Franco de. **O conceito de sociedade e a teoria do contrato plurilateral aplicados à comunhão de credores nos processos de recuperação judicial e falência**. 2010. Trabalho de Conclusão de Curso (LLM em Direito Societário). Insper. Disponível em: <https://repositorio.insper.edu.br/handle/11224/1256>. Acesso em: 14 out. 2024, p. 32.

<sup>51</sup> REQUIÃO, Rubens. A sociedade anônima como instituição. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, v. 18, p. 27 *apud* SOUZA, Alessandro Orizzo Franco de. **O conceito de sociedade e a teoria do contrato plurilateral aplicados à comunhão de credores nos processos de recuperação judicial e falência**. 2010. Trabalho de Conclusão de Curso (LLM em Direito Societário). Insper. Disponível em: <https://repositorio.insper.edu.br/handle/11224/1256>. Acesso em: 14 out. 2024, p. 34.

da sociedade quanto a função a ser exercida. Ao se adotar a teoria da instituição, há uma subordinação dos direitos e dos interesses privados aos fins que se quer realizar<sup>52</sup>.

Nas sociedades por ações, além dos interesses de seus membros, a atividade econômica explorada envolve interesses difusos: trabalhadores, comunidade, poder público, consumidores, de sorte que há uma responsabilidade social ampla a ser reclamada.

Não por outro motivo, o art. 116, parágrafo único, da Lei n. 6.404/1976 (Lei das S/As) adotou a seguinte redação:

o acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.

Embora a Lei das S/A tenha aparentemente adotado a teoria do ato institucional, há quem defenda a aplicação do regime do contrato plurilateral. A corrente que parece ser a mais adequada, na avaliação de Marlon Tomazette, sustenta que a natureza contratual não é apta a explicar as relações advindas das sociedades por ações, pois, mesmo no contrato plurilateral subsistem alguns princípios contratuais inaplicáveis à essa categoria de sociedade<sup>53</sup>.

Por exemplo, nas sociedades contratuais regidas pelo CC/2002, é possível a dissolução parcial, com fundamento no art. 1.029 – a sociedade reembolsa o sócio que dela se retira. O dispositivo não se aplica, todavia, às sociedades por ações (abertas)<sup>54</sup>, reforçando a natureza institucional do ato constitutivo dessas sociedades. O sócio não pode impor um ônus à sociedade anônima apenas pela sua vontade de se retirar, o que seria possível se a relação fosse contratual. Logo, a natureza contratual não é capaz de explicar o ato constitutivo das sociedades por ações, devendo prevalecer o entendimento da natureza de ato institucional<sup>55</sup>.

---

<sup>52</sup> TOMAZETTE, Marlon. **Curso de direito empresarial: teoria geral e direito societário**. v. 1. São Paulo: Saraiva, 2022 (*ebook*), p. 103.

<sup>53</sup> TOMAZETTE, Marlon. **Curso de direito empresarial: teoria geral e direito societário**. v. 1. São Paulo: Saraiva, 2022 (*ebook*), p. 103.

<sup>54</sup> A jurisprudência do STJ reconhece a possibilidade jurídica da dissolução parcial de sociedade anônima fechada, em que prepondere o liame subjetivo entre os sócios, ao fundamento de quebra da *affectio societatis*. BRASIL. **Superior Tribunal de Justiça**. AgInt no AREsp 1861293/RS, Agravo Interno no Agravo em Recurso Especial-2021/0083720-3.

<sup>55</sup> TOMAZETTE, Marlon. **Curso de direito empresarial: teoria geral e direito societário**. v. 1. São Paulo: Saraiva, 2022 (*ebook*), p. 103.

## *A teoria plurilateral do contrato*

O precursor da teoria plurilateral do contrato foi Tullio Ascarelli, por meio dos seus trabalhos desenvolvidos na década de 1930. A teoria será tratada oportunamente, dada sua importância para este estudo.

### **3.2 O contrato como ato constitutivo de sociedade**

A natureza de certos negócios jurídicos considerados contratos tem sido, há tempos, objeto de discussão doutrinária. O contrato de sociedade, segundo Orlando Gomes, é o principal alvo das críticas daqueles que preconizam nova elaboração dogmática para os atos com pluralidade de sujeitos<sup>56</sup>.

Nesse contexto, alguns conceitos fundamentais precisam ser analisados, a fim de verificar se o ato constitutivo de sociedade tem, ou não, natureza contratual.

Na acepção clássica, a característica mais incisiva do contrato reside na circunstância de ser um meio para compor interesses contrapostos, um verdadeiro instrumento destinado a resolver interesses conflitantes<sup>57</sup>. A adequada definição de contrato, todavia, demanda advertência metodológica preliminar.

Conforme destaca Gustavo Tepedino:

todo conceito é plasmado pelos valores do contexto do qual se origina. Não existem institutos jurídicos válidos em todos os tempos e em todos os lugares: eles são construídos pelo jurista levando em conta a realidade que o cerca. Consequentemente, em lugar de se estabelecer longo histórico que relate a evolução do contrato – o que acaba por torná-lo entidade abstrata e autônoma frente à realidade social – a orientação metodológica mais adequada é contextualizá-lo em cada experiência social em que o contrato se insere. Dessa forma, deve-se evitar a tradição de buscar no direito romano clássico ou nos povos da antiguidade algum “início” da trajetória histórica do contrato, como se o papel do historiador fosse buscar o embrião ou a origem de cada instituto<sup>58</sup>.

Percebe-se, então, o necessário contexto histórico para se compreender melhor determinado instituto. Considerando que o direito só existe como direito aplicado e interpretado, pode ser temerária a utilização de longo intervalo temporal, a fim de comparar como se compreendia certo instituto na antiguidade com a forma pela qual ele é compreendido

<sup>56</sup> GOMES, Orlando. **Contratos**. 28. ed. Rio de Janeiro: GEN, 2022 (*ebook*), p. 432.

<sup>57</sup> GOMES, Orlando. **Contratos**. 28. ed. Rio de Janeiro: GEN, 2022 (*ebook*), p. 432.

<sup>58</sup> TEPEDINO, Gustavo; KONDER, Carlos N.; BANDEIRA, Paula G. **Fundamentos do direito civil: contratos**. v. 3. Rio de Janeiro: GEN, 2022 (*ebook*), p. 3.

nos dias atuais. Ainda que se esteja a tratar do mesmo instituto jurídico (contrato), não se pode *a priori* afirmar que ele se preste a desempenhar a mesma função em sociedades tão distintas<sup>59</sup>.

O conceito de contrato incorporado no ordenamento jurídico brasileiro, afirma Tepedino<sup>60</sup>, foi moldado em contexto histórico e econômico específico, qual seja, a cultura dominante na Europa dos séculos XVIII e XIX, no qual se destaca o individualismo próprio do período de formação do substrato voluntarista, e que traduz os padrões jurídicos da época. Sob esse prisma, compreende-se o contrato como acordo de vontades e principal instrumento de regulação de interesses privados.

Ocorre que, a ênfase no papel da vontade na construção do conceito de contrato foi atenuada pelas transformações enfrentadas pelo direito civil ao longo do século XX, que buscaram conciliar a tutela individual da liberdade com o atendimento aos imperativos sociais de solidariedade. Fala-se, nesse processo, da passagem da visão subjetiva do contrato, concebido como acordo de vontades, para a visão objetiva, tomando-se o contrato como norma de comportamento<sup>61</sup>.

De fato, ao se priorizar a ótica funcional do contrato (para que serve), independentemente de sua espécie, sobre sua análise estrutural (como é), sobressai na concepção desse instituto sua função normativa: o contrato como instrumento de autorregulação de interesses<sup>62</sup>. O contrato, ainda que incorpore em sua estrutura o acordo de vontades, é, em verdade, a função de autorregulação de interesses que se torna objeto de atenção prioritária do intérprete.

A ideia *clássica* de que os contratos sempre traduzem interesses contrapostos não pode mais ser sustentada. Nos contratos de colaboração, por exemplo, as partes têm objetivos semelhantes e na mesma direção, de modo que a relação, ao menos idealmente, é de “ganha-ganha”<sup>63</sup>.

Um traço distintivo do contrato em relação a outros negócios jurídicos é a bilateralidade ou plurilateralidade.

<sup>59</sup> TEPEDINO, Gustavo; KONDER, Carlos N.; BANDEIRA, Paula G. **Fundamentos do direito civil: contratos**. v. 3. Rio de Janeiro: GEN, 2022 (*ebook*), p. 3.

<sup>60</sup> TEPEDINO, Gustavo; KONDER, Carlos N.; BANDEIRA, Paula G. **Fundamentos do direito civil: contratos**. v. 3. Rio de Janeiro: GEN, 2022 (*ebook*), p. 4.

<sup>61</sup> TEPEDINO, Gustavo; KONDER, Carlos N.; BANDEIRA, Paula G. **Fundamentos do direito civil: contratos**. v. 3. Rio de Janeiro: GEN, 2022 (*ebook*), p. 4.

<sup>62</sup> TEPEDINO, Gustavo; KONDER, Carlos N.; BANDEIRA, Paula G. **Fundamentos do direito civil: contratos**. v. 3. Rio de Janeiro: GEN, 2022 (*ebook*), p. 5.

<sup>63</sup> NASI, Filipe M. **A função corretora da boa-fé objetiva nas relações interempresariais com dependência econômica**. Dissertação (Mestrado em Direito). UFRGS, Porto Alegre, 2019. Disponível em: <https://www.lume.ufrgs.br/bitstream/handle/10183/236112/001138596.pdf?sequence=1> Acesso em: 14 out. 2024.

Ressalta-se, todavia, que a tentativa de delimitar o que usualmente se costuma denominar contrato de sociedade não pretende elaborar uma categoria pura para aperfeiçoar a ciência do direito<sup>64</sup>, mas, sim, para uma finalidade prático-social.

Interessa a este estudo investigar a natureza do ato constitutivo de sociedade. É sobre essa espécie de ato jurídico *lato sensu* que se busca uma definição (e classificação), de forma mais precisa, destinada a identificar as suas peculiaridades e os suportes fáticos aos quais será aplicada uma disciplina legal que lhe seja própria. Segue-se considerando, principalmente, a ótica funcional, ou seja, para que serve o contrato de sociedade.

### 3.3 Negócios jurídicos bilaterais, plurilaterais e a patrimonialidade

Costuma-se afirmar que o contrato é uma espécie de negócio jurídico, de natureza bilateral ou plurilateral. Estruturado não só na manifestação da vontade das partes, mas por sua função de autorregulação de interesses, considera-se que o contrato é de natureza negocial, bilateral ou plurilateral (em sua formação), e patrimonial (no seu objeto)<sup>65</sup>.

Soma-se a isso o fato de que o contrato pode ser classificado como unilateral, no qual apenas um dos contratantes assume deveres em face do outro. É o que ocorre, por exemplo, na doação pura e simples, uma vez que há duas vontades (a do doador e a do donatário), mas do concurso de vontades surgem deveres apenas ao doador; o donatário só auferirá vantagens<sup>66</sup>.

São, também, contratos unilaterais: o comodato (empréstimo de bem infungível para uso) e o mútuo (empréstimo de bem fungível para consumo). Assim, nos contratos unilaterais, embora existam duas vontades, apenas uma delas será devedora, sem contraprestação.

Quando se afirma que o contrato é negócio jurídico bilateral, diz-se que ele se forma por mais de uma manifestação de vontade, complementares entre si, daí se considerar o consentimento seu elemento característico. Mais do que isso, os contratantes são simultânea e reciprocamente credores e devedores uns dos outros, produzindo o negócio entabulado direitos e deveres para ambos, proporcionalmente.

Segundo a doutrina, contrato bilateral é também denominado contrato sinalagmático, pela presença do sinalagma, que é a proporcionalidade das prestações, eis que as partes têm

---

<sup>64</sup> Existe, de longa data, discussão doutrinária sobre o direito ser propriamente, ou não, uma ciência autônoma. Mas essa celeuma teórica escapa do propósito de nosso estudo.

<sup>65</sup> TEPEDINO, Gustavo; KONDER, Carlos N.; BANDEIRA, Paula G. **Fundamentos do direito civil: contratos**. v. 3. Rio de Janeiro: GEN, 2022 (*ebook*), p. 5.

<sup>66</sup> TEPEDINO, Gustavo; KONDER, Carlos N.; BANDEIRA, Paula G. **Fundamentos do direito civil: contratos**. v. 3. Rio de Janeiro: GEN, 2022 (*ebook*), p. 21.

direitos e deveres entre si (relação obrigacional complexa)<sup>67</sup>. São exemplos de contratos bilaterais a compra e venda, a locação, a permuta, e a prestação de serviço.

Os contratos plurilaterais, por seu turno, se referem a uma construção doutrinária para ressaltar a peculiaridade de contratos envolvendo diversos centros de interesse reunidos na persecução de um objetivo comum, como nos contratos de sociedade. Esses contratos, afirma Tepedino<sup>68</sup>, possuem função instrumental, isto é, organizam os interesses das várias partes para o desenvolvimento de atividade ulterior. São também contratos plurilaterais o seguro de vida em grupo e o contrato de consórcio.

Nos contratos plurilaterais, no que se refere à formação, percebe-se traços normativos próprios, como a abertura ao ingresso de outras partes durante sua execução, em um processo de execução prolongado, e o fato de os vícios da declaração de vontade de uma das partes não afetarem o contrato como um todo<sup>69</sup>. Além disso, também se verificam diferenças nos contratos plurilaterais quanto às regras relativas ao sinalagma e à resolução contratual.

Defende-se, assim como faz Tepedino, que essas particularidades não são suficientes para excluir os contratos plurilaterais da categoria dos contratos. Na doutrina<sup>70</sup>, há quem classifique os negócios jurídicos em “patrimoniais” e “extrapatrimoniais”: aqueles versariam sobre questões suscetíveis de aferição econômica, podendo apresentar-se ora como negócios reais, ora como negócios obrigacionais; ao passo que estes, os extrapatrimoniais, seriam atinentes aos direitos personalíssimos e ao direito de família. Em que pese a diferença quanto ao conteúdo, patrimonial ou não, em ambos os casos se trataria de contrato.

A patrimonialidade, todavia, por outra linha de entendimento, é uma característica que deve ser utilizada para diferenciar o contrato de outros negócios jurídicos. Como alerta Tepedino, é preciso conferir um tratamento normativo qualitativamente diferenciado entre as situações jurídicas existenciais e as patrimoniais:

Assim, negócios como a gestação substituta (também chamada “cessão de útero”) e os acordos de convivência que dispõem somente sobre aspectos existenciais da relação do casal não devem ser reputados contratos, pois a aplicação *sic et simpliciter* da normativa de direito contratual é incompatível com os valores neles envolvidos<sup>71</sup>.

<sup>67</sup> TARTUCE, Flávio. **Direito civil: teoria geral dos contratos e contratos em espécie**. v. 3. Rio de Janeiro: GEN, 2023 (*ebook*), p. 21.

<sup>68</sup> TEPEDINO, Gustavo; KONDER, Carlos N.; BANDEIRA, Paula G. **Fundamentos do direito civil: contratos**. v. 3. Rio de Janeiro: GEN, 2022 (*ebook*), p. 6.

<sup>69</sup> TEPEDINO, Gustavo; KONDER, Carlos N.; BANDEIRA, Paula G. **Fundamentos do direito civil: contratos**. v. 3. Rio de Janeiro: GEN, 2022 (*ebook*), p. 6.

<sup>70</sup> DINIZ, Maria Helena. **Manual de direito civil**. São Paulo: Saraiva, 2022 (*ebook*), p. 46.

<sup>71</sup> TEPEDINO, Gustavo; KONDER, Carlos N.; BANDEIRA, Paula G. **Fundamentos do direito civil: contratos**. v. 3. Rio de Janeiro: GEN, 2022 (*ebook*), p. 7.

Para o tratamento normativo das situações existenciais, deve-se identificar categorias próprias, compatíveis com os interesses em jogo. Não se deve estender as clássicas categorias patrimoniais às situações existenciais, sob pena de mercantilizar aqueles bens que o constituinte indicou não terem preço (v.g direitos da personalidade). Reconhece-se o alcance da autonomia negocial também sobre as situações existenciais, mas como forma de exercício direto do livre desenvolvimento da personalidade, submetendo-se a princípios diversos da autonomia negocial patrimonial<sup>72</sup>.

Afirma-se, então, que a categoria jurídica à qual os atos constitutivos de sociedade mais se assemelham é a dos contratos plurilaterais: são formados por várias partes/sócios, traduzem direitos e deveres a todos os envolvidos, são patrimoniais e *sui generis*, pois possuem outras peculiaridades, a serem exploradas na sequência, que os diferenciam dos demais contratos.

### 3.4 O contrato como operação econômica

Os contratos em geral, e particularmente os contratos de sociedade, não podem ser compreendidos profundamente, sem considerá-los, como já sustentado em pesquisa anterior<sup>73</sup>, por uma dupla perspectiva: a jurídica e a econômica. Os contratos cumprem uma função instrumental em relação a uma realidade de relações econômicas. Segundo Enzo Roppo, “as situações, as relações, os interesses que constituem a substância real de qualquer contrato podem ser resumidos na ideia de operação econômica”<sup>74</sup>.

Na proposta de Roppo sobre o estudo do contrato, é preciso compreender alguns conceitos necessariamente interligados: i) o contrato-conceito jurídico; ii) o contrato-operação econômica; e iii) o direito dos contratos.

O contrato-conceito jurídico é algo diverso e distinto do contrato-operação econômica, e não identificável pura e simplesmente com este último. Sob a ótica de formalização jurídica, o contrato nunca é construído (com os seus caracteres específicos e peculiares) como fim em si mesmo, mas com vista e em função da operação econômica, da qual representa, por assim dizer, a veste exterior, e prescindindo da qual resultaria vazio, abstrato, e, por consequência, incompreensível<sup>75</sup>.

<sup>72</sup> TEPEDINO, Gustavo; KONDER, Carlos N.; BANDEIRA, Paula G. **Fundamentos do direito civil: contratos**. v. 3. Rio de Janeiro: GEN, 2022 (*ebook*), p. 7.

<sup>73</sup> ANDENA, Emerson A.; MAGALHÃES, Rodrigo de A. Contrato social: análise de critérios jurídicos e econômicos para a elaboração de cláusulas específicas. **Revista Brasileira de Direito Comercial, Empresarial, Concorrencial e do Consumidor**. v. 52, abr.-maio 2023. São Paulo: Magister, 2023.

<sup>74</sup> ROPPO, Enzo. **O contrato**. Trad. Ana Coimbra e M. Januário C. Gomes. Coimbra: Almedina 2009, p. 8.

<sup>75</sup> ROPPO, Enzo. **O contrato**. Trad. Ana Coimbra e M. Januário C. Gomes. Coimbra: Almedina 2009, p. 9.

Se não há operação econômica, não há que se falar em contrato. Desse modo, o contrato-conceito jurídico resulta instrumental do contrato-operação econômica.

As operações econômicas devem ser reguladas pelo direito. A categoria própria para esse fim, o direito dos contratos, se revela, assim, como conjunto – historicamente mutável – das regras e dos princípios, para conformar, de certa maneira, e para dar um certo arranjo – funcionalizado – ao complexo das operações econômicas efetivas<sup>76</sup>.

O conceito de operação econômica, todavia, não se resume à ideia de troca, de transferência recíproca de riqueza entre as partes contratantes, excluindo os atos gratuitos (v.g. doação), explica Roppo<sup>77</sup>. A identificação da operação econômica no contrato independe da parte ter, ou não, intuito lucrativo. Importa é o aspecto objetivo da circulação de riqueza:

Aquele que celebra um contrato, bem pode prosseguir, subjectivamente, um interesse não econômico (mas sim ideal, moral, cultural), sendo certo que o resultado objectivo do contrato deve, ao invés, consistir na obrigação de fazer ou dar qualquer coisa susceptível de expressão pecuniária, segundo os valores do mercado, e, portanto, numa qualquer forma de circulação de riqueza, em suma numa operação econômica<sup>78</sup>.

Haverá operação econômica, pela perspectiva objetiva, independentemente dos motivos e interesses individuais, em concreto, que levaram o sujeito a realizar a operação. O aspecto subjetivo, que motivou a realização do negócio, pode ser não utilitarista, não especulativo e não econômico, o que contrasta com o entendimento usual que tende a identificar o aspecto econômico com o lucro e o proveito pessoal.

As características que qualificam uma operação como econômica estão, em verdade, necessariamente relacionadas objetivamente ao propósito de transferência de riquezas de um sujeito para outro. Assim entendida riqueza em sentido amplo, como todas as utilidades suscetíveis de avaliação econômica. Roppo<sup>79</sup> destaca: “até a promessa de fazer ou de não fazer qualquer coisa em benefício de alguém, representa, para o promissário, uma riqueza verdadeira”.

Seria econômica, por exemplo, uma operação exclusivamente ditada pelo objetivo nobre e altruísta de promover a educação artística e o gozo estético da generalidade dos cidadãos em relação a uma obra de arte, na qual seu proprietário a empresta (v.g um quadro) para uma galeria de arte fazer temporariamente sua exposição ao público.

<sup>76</sup> ROPPO, Enzo. **O contrato**. Trad. Ana Coimbra e M. Januário C. Gomes. Coimbra: Almedina 2009, p. 11.

<sup>77</sup> ROPPO, Enzo. **O contrato**. Trad. Ana Coimbra e M. Januário C. Gomes. Coimbra: Almedina 2009, p. 15.

<sup>78</sup> ROPPO, Enzo. **O contrato**. Trad. Ana Coimbra e M. Januário C. Gomes. Coimbra: Almedina 2009, p. 14.

<sup>79</sup> ROPPO, Enzo. **O contrato**. Trad. Ana Coimbra e M. Januário C. Gomes. Coimbra: Almedina 2009, p. 13.

Igualmente, seria econômica a operação pela qual um sujeito, membro de certo grupo político, desprovido de sede oficial, empresta um apartamento seu, para servir às reuniões e outras atividades do grupo. No segundo caso, a operação econômica se evidencia com a cessão de uso do apartamento; no primeiro, com a concessão da disponibilidade temporária de uma obra de arte.

A historicidade também aparece como elemento indispensável ao estudo do contrato proposto por Roppo, para quem, a organização econômica (vale dizer, o modo de produção e troca de bens), liga-se, estruturalmente, em larga medida (determinando-a e até, em certo sentido, identificando-se lhe), com a organização social<sup>80</sup>. A evolução desta se reflete na evolução do contrato, transformando o seu papel e alterando o seu espectro de incidência, conforme as mudanças das feições das relações sociais.

Compreendidas as ideias de contrato-conceito e de contrato como operação econômica, passa-se a analisar a teoria que, entende-se nesta tese, melhor explica as peculiaridades do ato constitutivo de sociedade. É também uma espécie de contrato que dará uma veste exterior à operação econômica explorada pela sociedade.

### 3.5 Sociedade e teoria do contrato plurilateral

A teoria do contrato plurilateral desenvolvida por Tullio Ascarelli nas obras *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado* e *Ensaios e Pareceres* revela uma série de características das particularidades dos contratos de sociedade.

Cogitou-se na doutrina italiana e na doutrina alemã não assentar a constituição da sociedade sobre um contrato, mas sobre um ato complexo ou sobre um ato de natureza especial, dito de fundação<sup>81</sup>. Deduzia-se desta premissa que seria inaplicável às sociedades as regras gerais dos contratos.

De fato, a sociedade se distingue por algumas características peculiares que não são encontradas nos contratos em geral denominados de troca (v.g. compra e venda, permuta, etc.). Para este efeito, basta considerar a pluralidade de partes e a comunhão de escopo que caracterizam a sociedade. Tullio Ascarelli sustenta que essas características específicas da sociedade não impedem que ela seja considerada contrato e, assim, esteja seu ato constitutivo sujeito às regras gerais dos contratos<sup>82</sup>:

<sup>80</sup> ROPPO, Enzo. **O contrato**. Trad. Ana Coimbra e M. Januário C. Gomes. Coimbra: Almedina 2009, p. 26.

<sup>81</sup> ASCARELLI, Tullio. **Ensaios e pareceres**. São Paulo: Saraiva, 1952, p. 168.

<sup>82</sup> ASCARELLI, Tullio. **Ensaios e pareceres**. São Paulo: Saraiva, 1952, p. 169.

Pode dizer-se tradicional a sensação da diferença entre o contrato de sociedade e os contratos que poderíamos dizer, genericamente, de permuta, e, realmente, a doutrina sempre examinou alguns problemas (por exemplo, o da *exceptio inadimpleti contractus*) em relação aos quais algumas regras gerais dos contratos pareciam de difícil aplicação ao contrato de sociedade<sup>83</sup>.

Para Ascarelli, os contratos poderiam ser *permutativos*, nos quais as partes estariam em posições contrapostas (v.g compra e venda), ou *cooperativos*, nos quais se verifica cooperação entre as partes, que criam uma utilidade comum/compartilhada sobre determinada coisa. A sociedade é o exemplo mais importante desta modalidade de contrato cooperativo. O autor, nessa linha de contratos de cooperação em que várias partes podem tomar parte, propõe o que denominou teoria do contrato plurilateral.

No direito brasileiro, a sociedade tem seu ato de constituição expressamente classificado como contrato no art. 981 do CC/2002: “Celebram contrato de sociedade as pessoas que reciprocamente se obrigam a contribuir, com bens ou serviços, para o exercício de atividade econômica e a partilha, entre si, dos resultados”.

Ressalta-se, inicialmente, que a classificação dos contratos em unilateral, bilateral ou plurilateral não diz respeito ao número de pessoas envolvidas, ou ao número de subscritores do contrato. A classificação refere-se ao número de partes que assumem obrigações.

Num contrato unilateral, tem-se apenas uma parte assumindo obrigações (v.g. doação). Em contratos bilaterais (sinalagmáticos), duas partes assumem obrigações recíprocas (v.g. compra e venda).

Nos contratos plurilaterais, conforme proposto por Ascarelli, há várias partes contratuais, que visam à colaboração para a persecução de um fim comum. Esse traço marcante do contrato ter potencialmente multipartes é classificado na teoria do autor italiano como o aspecto estrutural do contrato plurilateral.

Em contratos plurilaterais de sociedade existem várias partes/sócios assumindo reciprocamente direitos e obrigações entre si, sócios, e estes perante a sociedade. Exemplo disso são os sócios que, em regra, devem subscrever e integralizar parcela do capital social e, como contrapartida, têm o direito de receber lucros correspondentes às suas quotas sociais. Essa obrigação é assumida por cada sócio, individualmente, perante os demais sócios e à sociedade<sup>84</sup>.

<sup>83</sup> ASCARELLI, Tullio. **Problemas das Sociedades Anônimas e direito comparado**. Campinas-SP: Bookseller, 2001, p. 373.

<sup>84</sup> SOUZA, Alessandro Orizzo Franco de. **O conceito de sociedade e a teoria do contrato plurilateral aplicados à comunhão de credores nos processos de recuperação judicial e falência**. 2010. Trabalho de Conclusão de Curso (LLM em Direito Societário). Insper. Disponível em: <https://repositorio.insper.edu.br/handle/11224/1256>. Acesso em: 14 out. 2024.

Nesses contratos de sociedade, é possível, ainda, que a quantidade de partes/sócios varie no decorrer do contrato.

Outro traço característico dos contratos plurilaterais: todas as partes são titulares de direitos e de obrigações. Cada uma delas, pois, tem obrigações, não para com uma outra, mas para com todas as outras partes. Ao mesmo tempo em que cada parte adquire direitos, não para com uma outra, mas para com todas as outras.

Ascarelli ilustra a situação:

Se quiséssemos ser indulgentes para com o uso recente de imagens geométricas na ilustração de fenômenos jurídicos, poderíamos dizer que, no contrato de sociedade e nos contratos plurilaterais em geral, as partes se acham como dispostas em círculo; nos demais contratos, ao contrário, cada uma das (duas) partes se acha num dos extremos de uma linha<sup>85</sup>.

Considerando a natureza contratual do ato constitutivo de sociedade, Ascarelli alerta que o dolo capaz de viciar a manifestação de vontade deve provir de todas as partes. Isso porque, havendo vários sócios, eventual vício de vontade parcial não seria suficiente para invalidar a constituição de uma sociedade com pluralidade de sócios. Ao final, já que cada parte assume direitos e obrigações perante todas as demais, para aquela, o significado de contraparte confunde-se com todas as outras partes.

Ascarelli também classificou os contratos quanto a sua função, atribuindo aos plurilaterais uma função instrumental<sup>86</sup>: os contratos plurilaterais antecedem e dão suporte a uma cadeia futura de atos jurídicos, servindo para instrumentalizar e reger a execução deles. Assim, eles não se cumprem *de per se*, mas pela perseguição, normalmente continuada, da finalidade para a qual foram criados.

Comparando a função dos demais contratos com a função do contrato plurilateral, entende-se que, naqueles, em regra, a função corresponde à finalidade do contrato. Num contrato de compra e venda, por exemplo, a função e o fim são a transferência de uma propriedade de uma parte à outra, contra uma prestação pecuniária. A função do contrato plurilateral, todavia, não se confunde com o seu fim, com a sua finalidade. Sua função é instrumentalizar o encadeamento futuro de atos jurídicos necessários para alcançar a finalidade.

Diversamente do ocorrido com os demais contratos, a função do contrato plurilateral não termina quando executadas as obrigações das partes. Na verdade, as obrigações das partes

---

<sup>85</sup> ASCARELLI, Tullio. **Problemas das Sociedades Anônimas e direito comparado**. Campinas-SP: Bookseller, 2001, p. 390.

<sup>86</sup> ASCARELLI, Tullio. **Problemas das Sociedades Anônimas e direito comparado**. Campinas-SP: Bookseller, 2001, p. 395.

são obrigações preliminares que antecedem a execução de atividade posterior, qual seja, a finalidade do contrato.

No caso das sociedades, a finalidade do contrato social se confunde mediatamente com o fim comum dos sócios. Isto porque, tem-se como partes os diversos sócios; cada qual tem como interesse final, imediatamente contraposto ao dos demais sócios, obter o maior lucro possível (ainda que em prejuízo dos demais sócios); não obstante, por trás da imediata divergência, há uma mediata convergência para o fim, último, comum a todos os sócios, individual e coletivamente considerados – a obtenção do maior lucro possível<sup>87</sup>.

O contrato plurilateral de sociedade instrumentaliza a busca desse “fim comum”, que, segundo o art. 981 do CC/2002, seria a realização, pelos sócios, do “exercício de atividade econômica e a partilha, entre si, dos resultados”.

Quanto ao prazo, os contratos plurilaterais têm um alcance diverso do normalmente verificado nos contratos em geral. Eles se apresentam, necessariamente, como de execução continuada, logo, estão sempre sujeitos às normas próprias desta categoria. Configura-se, não raramente, longos prazos em contratos plurilaterais, pois eles visam a execução de atividade ulterior. Por isso, nessa modalidade, é necessário examinar a disciplina da dissolução e liquidação<sup>88</sup>.

Os contratos plurilaterais são peculiares também se observados sob a perspectiva dos direitos e das obrigações das partes.

Todas as partes de um mesmo contrato plurilateral gozam de direitos do mesmo tipo; podem existir diferenças quantitativas, mas não qualitativas. É direito dos sócios, por exemplo, participarem dos lucros da sociedade<sup>89</sup>, mas essa participação pode ser quantitativamente diferente, proporcional ou não, à quota social de cada um, conforme disposição contratual. Nos demais contratos, ao contrário, o direito de cada parte é tipicamente distinto daquele da parte contrária. É o que acontece na compra e venda: o vendedor tem direito ao pagamento do preço e o comprador à entrega da coisa<sup>90</sup>.

---

<sup>87</sup> SOUZA, Alessandro Orizzo Franco de. **O conceito de sociedade e a teoria do contrato plurilateral aplicados à comunhão de credores nos processos de recuperação judicial e falência**. 2010. Trabalho de Conclusão de Curso (LLM em Direito Societário). Insper. Disponível em: <https://repositorio.insper.edu.br/handle/11224/1256>. Acesso em: 14 out. 2024.

<sup>88</sup> ASCARELLI, Tullio. **Problemas das Sociedades Anônimas e direito comparado**. Campinas-SP: Bookseller, 2001, p. 399.

<sup>89</sup> BRASIL. Código Civil (2002). Art. 1.008: “É nula a estipulação contratual que exclua qualquer sócio de participar dos lucros e das perdas”.

<sup>90</sup> ASCARELLI, Tullio. **Problemas das Sociedades Anônimas e direito comparado**. Campinas-SP: Bookseller, 2001, p. 400.

No tocante às obrigações das várias partes, num contrato plurilateral, é possível cada obrigação ter um objeto diverso, sem ter, entretanto, cada uma delas, um conteúdo típico, como nos demais contratos<sup>91</sup>. Numa sociedade, um sócio pode entrar com dinheiro; outro, com um imóvel; um terceiro pode conceder o uso de uma coisa; e um quarto assumir o compromisso de trabalhar.

Ao se examinar a disciplina concreta das obrigações das partes nos contratos plurilaterais, verifica-se, segundo Ascarelli, que elas estão sujeitas a uma dupla ordem de normas: a) às gerais, próprias do contrato plurilateral concluído; b) às decorrentes do objeto particular da obrigação de cada parte e que, por isso, podem ser diversas quanto a cada parte (quando não sejam incompatíveis com as primeiras)<sup>92</sup>.

Analisadas as balizas gerais da teoria do contrato plurilateral, passa-se a pontuar outras características dos atos constitutivos de sociedade que reclamam especial atenção.

### 3.6 Peculiaridades do ato constitutivo de sociedade

#### 3.6.1 Vícios do contrato e vícios da adesão

Partindo-se da premissa de que a natureza jurídica dos atos constitutivos de sociedade é contratual (no caso, plurilateral), tem-se como peculiaridade desta categoria contratual o que se resolveu chamar de incidência mitigada da teoria dos vícios contratuais.

O vício de uma das manifestações de vontade que concorrem para formar o contrato, em regra, traduz-se num vício de todo o contrato, na teoria geral dos contratos. É impossível a subsistência do contrato bilateral quando inválida a manifestação de vontade de uma das partes que concorreram para a sua formação<sup>93</sup>.

Mas não é o que ocorre nos contratos plurilaterais. Nestes, o vício de uma das manifestações que concorreram para formar o contrato invalida essa manifestação, mas não tem o mesmo efeito em relação ao contrato como um todo. Nessa hipótese, ter-se-ia uma situação de dissolução parcial do contrato de sociedade apenas quanto à parte com manifestação de vontade viciada. O contrato seria mantido em relação às demais partes.

---

<sup>91</sup> ASCARELLI, Tullio. **Problemas das Sociedades Anônimas e direito comparado**. Campinas-SP: Bookseller, 2001, p. 401.

<sup>92</sup> ASCARELLI, Tullio. **Problemas das Sociedades Anônimas e direito comparado**. Campinas-SP: Bookseller, 2001, p. 401.

<sup>93</sup> ASCARELLI, Tullio. **Problemas das Sociedades Anônimas e direito comparado**. Campinas-SP: Bookseller, 2001, p. 413.

Essa regra adere ao disposto no art. 184 do CC/2002, segundo o qual, respeitada a intenção das partes, a invalidade parcial de um negócio jurídico não o prejudicará na parte válida, se esta for separável [...]. No caso do contrato de sociedade, esta regra faz sentido desde que continue viável a consecução da finalidade social.

No que toca aos eventuais vícios em contratos plurilaterais, Tullio Ascarelli<sup>94</sup> leciona que, adquire particular relevo a distinção entre: a) os vícios do contrato (ilicitude, falta de forma, simulação, falta da integral subscrição do capital) e b) os vícios da adesão de uma das partes (incapacidade, vícios do consentimento, simulação, fraude aos credores, falta da forma ditada para as adesões individuais, ilicitude e sociedade leonina<sup>95</sup>).

No caso de vícios do contrato, a invalidade teria o condão de afetar a própria constituição da sociedade, ao passo que nos vícios da adesão a invalidade (nulidade ou anulabilidade) afetaria somente a parte a quem o vício prejudica

### 3.6.2 (In)execução da obrigação de cada parte

Também é peculiar a distinção observada entre os contratos plurilaterais e os contratos em geral no que se refere à (in)execução das obrigações pelas partes.

Na teoria geral dos contratos, a impossibilidade de execução da obrigação de uma das partes pode implicar em resolubilidade do contrato. Uma das hipóteses é a resolução por inadimplemento. Por se destinar à satisfação das obrigações contidas no contrato, seu descumprimento atribuído a uma parte poderá representar para a contraparte a perda da utilidade da prestação, com consequente desinteresse na manutenção da relação contratual<sup>96</sup>.

Sob outra perspectiva, nos contratos plurilaterais, a impossibilidade ou a resolução concerne somente à adesão da parte a cuja obrigação se refere: o contrato permanece se o seu objetivo continua a ser alcançável<sup>97</sup>.

Especificamente em contratos de sociedade, o art. 1.004 do CC/2002 dispõe que, os sócios são obrigados, na forma e prazo previstos, às contribuições estabelecidas no contrato social, e aquele que deixar de fazê-lo, nos 30 dias seguintes ao da notificação pela sociedade,

<sup>94</sup> ASCARELLI, Tullio. **Problemas das Sociedades Anônimas e direito comparado**. Campinas-SP: Bookseller, 2001, p. 416.

<sup>95</sup> Sociedade leonina ou cláusula leonina é vedada pelo ordenamento jurídico. BRASIL. Código Civil (2002). “Art. 1.008. É nula a estipulação contratual que exclua qualquer sócio de participar dos lucros e das perdas”.

<sup>96</sup> TEPEDINO, Gustavo; KONDER, Carlos N.; BANDEIRA, Paula G. **Fundamentos do direito civil: contratos**. v. 3. Rio de Janeiro: GEN, 2022 (*ebook*), p. 162.

<sup>97</sup> ASCARELLI, Tullio. **Problemas das Sociedades Anônimas e direito comparado**. Campinas-SP: Bookseller, 2001, p. 419.

responderá perante esta pelo dano emergente da mora. As possíveis consequências para o sócio em mora serão decididas pela maioria dos demais sócios, que podem preferir, à indenização, a exclusão do sócio remisso<sup>98</sup>, ou reduzir-lhe a quota ao montante já realizado.

Em quaisquer dessas hipóteses, de exclusão do sócio ou de redução de sua quota social, deve-se aplicar o art. 1.031 do CC/2002, segundo o qual, deve-se apurar e pagar o valor da quota ao sócio excluído ou que teve sua quota diminuída. Pode ser o caso de ocorrer a compensação de crédito e débito, pois a mora do sócio pode ter causado prejuízo à sociedade, o qual será considerado no momento de apurar o *quantum* (haveres) do sócio perante a sociedade.

Discute-se, ainda, sobre a aplicabilidade do instituto da exceção do contrato não cumprido. Em contratos plurilaterais de sociedade, todavia, não há que se cogitar do inadimplemento de um entre muitos sócios autorizar, por si só, os outros sócios a não executarem cada qual a sua prestação, caso permaneça viável a consecução do objeto social.

Se um dos sócios do contrato de sociedade não cumprir certa obrigação contraída (v.g. integralização do capital), nenhum dos demais também estará autorizado a deixar de cumprir suas obrigações, alegando *exceptio inadimplenti contractus*. O sócio remisso, como visto, tem tratamento específico no âmbito do contrato de sociedade.

### 3.6.3 *Affectio societatis*

A origem da expressão *affectio societatis* é atribuída a Ulpiano, no direito romano. Àquela época, não era elemento próprio e exclusivo da sociedade, mas um traço distintivo desta em relação à comunhão ou condomínio<sup>99</sup>.

O conceito de *affectio societatis*, conforme se costuma afirmar na doutrina contemporânea<sup>100</sup>, está diretamente relacionado à vontade de suportar áleas (riscos) comuns, arcando todos os sócios com as eventuais perdas e pertencendo o lucro a todos.

Para a existência de uma sociedade, não é suficiente a contribuição de uma ou mais

<sup>98</sup> Sócio remisso é o sócio que não cumpriu com suas obrigações iniciais perante a sociedade (v.g. integralização de capital).

<sup>99</sup> 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. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (org.). **Direito Societário Contemporâneo I**. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 134.

<sup>100</sup> FORGIONI, Paula A. **Contratos empresariais: teoria geral e aplicação**. 7. ed. São Paulo: RT, 2022, p. 188-215.

peessoas para a realização de determinado resultado econômico<sup>101</sup>, mas é necessário que o resultado seja perseguido conjuntamente – a *affectio societatis* é, portanto, a vontade de se atingir um fim comum.

De fato, o elemento da colaboração, da reunião de esforços, sempre marcou as sociedades, bem assim a ideia de que os riscos seriam suportados por todos os sócios<sup>102</sup>. A *affectio societatis* impõe uma identidade de tratamento aos sujeitos que perseguem o fim comum e, desse modo, se sujeitam a um mesmo regime societário.

O ajuste de vontades, livre e consciente, é requisito fundamental de todo negócio jurídico. No caso do contrato de sociedade, esse ajuste é direcionado a um fim específico, qual seja, o de assumir riscos para o exercício de certa atividade econômica. Assim, os sócios irão empreender esforços em torno de um objetivo comum, o que demanda existir entre eles uma relação de confiança (fidúcia).

Denomina-se *affectio societatis* essa confiança recíproca dos contratantes se unirem em torno de um interesse econômico comum idêntico com a aceitação de uma álea comum. Repete-se com frequência que, sem *affectio societatis* não há que se falar em sociedade, e que a quebra da *affectio societatis* pode ensejar a exclusão do sócio que a ela deu causa.

Conforme alerta Erasmo Valladão, o conceito de *affectio societatis* é equívoco e insuficiente para definir a sociedade e distingui-la de outros contratos. Isso, em primeiro lugar, porque, embora alguns autores sustentem que a intenção de formar a sociedade e participar dela supostamente não se confundiria com o consentimento exigido para a conclusão de qualquer outro tipo de contrato, a verdade é que “essa posição incorre no equívoco de confundir o consentimento, de um lado, com o objeto ou causa do contrato de sociedade, ao qual se dirige a declaração de vontade, de outro”<sup>103</sup>.

Significa dizer que, a *affectio societatis* não se traduz num elemento essencial autônomo, ou espécie de consentimento, diferente da exigida para a celebração de qualquer negócio jurídico. Tampouco se afirma que, o instituto possui uma excepcional característica que não se faz presente em outros contratos de colaboração e duração.

No contrato de sociedade, defende Valladão, o elemento unificador das manifestações individuais de cada sócio é a comunhão de escopo, determinante para se definir o alcance dos

<sup>101</sup> TOMAZETTE, Marlon. **Curso de direito empresarial: teoria geral e direito societário**. v. 1. São Paulo: Saraiva, 2022 (*ebook*), p. 99.

<sup>102</sup> FORGIONI, Paula A. **Contratos empresariais: teoria geral e aplicação**. 7. ed. São Paulo: RT, 2022, p. 191.

<sup>103</sup> 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. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (org.). **Direito Societário Contemporâneo I**. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 140.

seus direitos e deveres: “o que se particulariza na sociedade não é o consentimento, mas a causa do contrato, que vem a ser a consecução de um fim comum”<sup>104</sup>.

Ademais, o elemento subjetivo, normalmente atribuído ao *affectio societatis* (intuito de se manter associado), está presente em outros contratos de duração (locação, fornecimento etc.) e não é o que mantém o vínculo associativo. Este, aliás, pode permanecer, a despeito de eventual desaparecimento do intuito de uma parte se manter associada. Se a mera alegação do desaparecimento da *affectio societatis* fosse suficiente fonte do direito de desvinculação do sócio, teria que se admitir que a exclusão não dependeria de comprovação de falta grave (arts. 1.030 e 1.085 do CC/2002)<sup>105</sup>.

A superação do conceito de *affectio societatis* como elemento constitutivo e diferenciador da sociedade em relação a outros contratos já deveria ter ocorrido quando da elaboração da teoria plurilateral do contrato, pois, segundo Valladão, esta teoria já deixou claro que, diversamente dos contratos de escambo, no contrato de sociedade as partes têm não só interesses contrastantes, no ato de constituição, mas objetivam principalmente um fim comum. E esse fim comum é justamente o elemento de convergência da vontade dos sócios.

### 3.7 O acordo de sócios cotistas: validade e eficácia

Discorreu-se na seção anterior que as relações societárias são disciplinadas, em certa medida, por lei. De fato, o CC/2002 estabelece uma série de dispositivos relativos a pautas que devem ser objeto de deliberações sociais, para serem decididas por votos dos sócios, cada qual com seu quórum de aprovação<sup>106</sup>, considerando as relações internas entre os sócios.

O conteúdo mínimo de informações para que uma sociedade seja registrada e adquira personalidade jurídica deve estar previsto no contrato ou estatuto social, conforme o tipo societário. Em se tratando de sociedades contratuais, o *pacta sunt servanda* é representado, por opção legislativa, no contrato social, que tem caráter público, arquivado no registro público de empresas mercantis, a cargo das Juntas Comerciais.

<sup>104</sup> 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. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (org.). **Direito Societário Contemporâneo I**. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 141.

<sup>105</sup> 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. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (org.). **Direito Societário Contemporâneo I**. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 143.

<sup>106</sup> BRASIL. Código Civil (2002). “Art. 1.061. A designação de administradores não sócios dependerá da aprovação de, no mínimo, 2/3 (dois terços) dos sócios, enquanto o capital não estiver integralizado, e da aprovação de titulares de quotas correspondentes a mais da metade do capital social, após a integralização”.

A publicidade do contrato social tem o condão de fornecer aos demais agentes econômicos as informações da sociedade a qual ele confere a formatação legal, por exemplo, o tipo societário adotado, o regime de responsabilidade dos sócios, e o capital social. O conteúdo legalmente previsto para o contrato social disciplina também elementos inerentes às relações externas da sociedade.

Ocorre que, tanto a produção legislativa, com seus comandos abstratos, quanto o contrato social, cuja função é organizar e conferir o formato legal da sociedade, se mostraram insuficientes para abarcar as mais variadas práticas negociais ligadas aos interesses da pluralidade de sócios vinculados ao mesmo fim comum societário.

Para Mariana Craveiros,

A infinita possibilidade de criação de negócios jurídicos com base em cada vez mais diversas e especializadas operações econômicas passou a impactar cada vez mais o relacionamento entre os sócios e conduziu os agentes econômicos, pois, a estipular os mais variados ajustes sobre ele incidentes, no exercício de sua autonomia contratual, resultando em sofisticada engenharia negocial<sup>107</sup>.

Nesse contexto de intensa relação negocial entre os sócios, surgem novos modelos contratuais com vistas a celebrar os ajustes de vontade e vincular os participantes. Dessa forma, a contratualização das relações jurídicas societárias internas complementa as disposições legais.

Em parte da doutrina estrangeira, estão esses contratos disciplinadores das relações entre sócios sob a denominação *shareholders agreements*<sup>108</sup>, cujo propósito para os cotistas/acionistas é o de descrever seus direitos e obrigações, e como as cotas/ações podem ser distribuídas ou vendidas. No ordenamento jurídico brasileiro, essa espécie contratual é conhecida genericamente pela alcunha acordo de sócios. Particularmente, em se tratando de sociedade contratual, fala-se em acordo de cotistas<sup>109</sup>, caso contrário, se for sociedade por ações, fala-se em acordo de acionistas.

Os acordos de cotistas, não raro, fixam as regras de venda e transferência de participações societárias para terceiros. Além disso, podem estabelecer o tratamento pretendido às cotas sociais quando um sócio vier a falecer e são importantes na proteção de interesses de sócios minoritários, cujo poder de influenciar na operação da empresa é limitado.

<sup>107</sup> CRAVEIRO, Mariana Conti. **Pactos parassociais patrimoniais**: elementos para sua interpretação no direito societário brasileiro. 2012. Tese (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo (USP), São Paulo, 2012, p. 25.

<sup>108</sup> *Shareholders agreements* é a expressão utilizada, por exemplo, na prática jurídica norte-americana para designar os acordos entre os sócios, cuja finalidade é proteger tanto o negócio quanto o interesse dos acionistas. CFI. **What is a Shareholders' Agreement?** Disponível em: <https://corporatefinanceinstitute.com/>. Acesso em: 27 ago. 2024.

<sup>109</sup> Neste trabalho adota-se a expressão acordo de cotistas, em razão do escopo de estudo dizer respeito tão somente às sociedades contratuais.

São múltiplos os arranjos contratuais que podem integrar o acordo de cotistas. Dentre as demais possibilidades, estão as cláusulas contratuais que determinam a frequência de reuniões do conselho, a nomeação de diretores, como serão os processos para diferentes níveis de tomada de decisão, e a cláusula para estabelecer o critério e o método de apuração de haveres que deverá ser utilizado em caso de resolução da sociedade em relação a um sócio.

Como se nota, diversamente do contrato social, cuja função precípua é determinar a estrutura da empresa e as regras de vinculação perante terceiros (função organizativa da pessoa jurídica), o acordo de cotistas objetiva detalhar e modelar as relações societárias entre a pluralidade de sócios<sup>110</sup>. Este tipo de acordo societário tem aptidão para, detalhadamente, disciplinar regras do relacionamento societário, que não seriam apropriadas para o contrato social. Isto porque, este último tem caráter público, é registrado nas Juntas Comerciais, e produz efeitos contra terceiros, ao passo que o acordo de cotistas tem caráter privado, e vincula somente os sócios que dele tomam parte.

O acordo de cotistas é uma espécie do gênero contratos ou pactos parassociais. O termo indica que o acordo celebrado é um documento à parte do contrato social que organiza a pessoa jurídica. Atribui-se a Giorgio Oppo a autoria da expressão contratos parassociais, no direito italiano, pela primeira vez registrada na obra *Contratti Parasociali*, de 1942. Vincenzo Donativi<sup>111</sup> explica que, na Itália, a expressão cunhada por Oppo está presente hoje nos títulos de algumas das normas de maior alcance, como no art. 2.341-bis e art. 2.341-ter do Código Civil italiano.

A doutrina portuguesa, por seu turno, classifica os contratos parassociais em função de diversos critérios, entre eles: i. o da identidade e qualidade das partes (acordos parassociais omnilaterais, celebrados por apenas alguns sócios, celebrados por sócios e terceiros, acordos parassociais em que é parte a própria sociedade, etc.); ii. o do momento da sua celebração (acordos parassociais celebrados antes da constituição da sociedade, quando da celebração do contrato de sociedade ou já em vida da sociedade); iii. o da duração do acordo (acordos parassociais a termo ou de duração indeterminada); iv. o da autonomia ou dependência do acordo em relação a outro contrato, para além do contrato de sociedade (v.g., acordos parassociais dependentes de acordos laterais, também designados *side agreements* – os quais podem ser, eles próprios, acordos parassociais); v. e o do objecto da sua regulação e tipo de

---

<sup>110</sup> CRAVEIRO, Mariana Conti. **Pactos parassociais patrimoniais**: elementos para sua interpretação no direito societário brasileiro. 2012. Tese (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo (USP), São Paulo, 2012, p. 29.

<sup>111</sup> DONATIVI, Vincenzo. **Trattato di diritto commerciale**. Sezione VII, t. 12, Torino: Giappichelli, 2022, p. 3.

vínculos neles assumidos (acordos relativos ao exercício do direito de voto, acordos relativos à transmissão de participações sociais, acordos relativos à organização da sociedade, etc.)<sup>112</sup>.

Diante da diversidade infindável de cláusulas concretas que a *praxis* negocial conhece, José Engrácia Antunes destaca que a plasticidade, a complexidade e a relevância jurídico-societária do fenómeno da parassocialidade são de tal monta que se afigura pouco menos que inviável proceder a uma inventariação exaustiva dos seus tipos ou modalidades, ainda que meramente exemplificativa<sup>113</sup>.

Embora não esteja expressamente previsto no art. 19 do Código das Sociedades Comerciais<sup>114</sup> português (Decreto-Lei n. 262/1986), a prática jurídica no ordenamento lusitano tem admitido para além de sócios atuando nessa qualidade, ou de futuros sócios, também terceiros, sócios não atuando na qualidade de sócios ou até a própria sociedade, podem ser partes em acordos que tenham por objeto situações jurídicas de socialidade<sup>115</sup>.

No ordenamento jurídico brasileiro, há previsão legal sobre o acordo de acionistas (art. 118 da Lei n. 6.404/1976 – Lei das S/A), que prevê expressamente a possibilidade de os sócios estabelecerem acordos sobre a compra e venda de suas ações, preferência para adquiri-las, exercício do direito a voto, ou do poder de controle.

Por meio de uma alteração significativa na redação do art. 118, a Lei das S/As foi modificada em 2001 para disciplinar mais detalhadamente os acordos parassociais de acionistas. A regulação instituída não se restringe aos acordos de voto, antes recaindo sobre a compra e venda de ações, a preferência na aquisição de ações ou o exercício do direito de voto.

Digno de nota é a determinação prevista no art. 118 de que os acordos parassociais não têm efeitos meramente inter partes, mas também podem influenciar na esfera da sociedade, ao dispor que os acordos de acionistas deverão ser observados pela companhia quando arquivados na sua sede. A eficácia externa dos acordos de acionistas ainda é referendada a seguir, no § 3º, ao explicitar que, nas condições previstas no acordo, os acionistas podem executar especificamente as obrigações estabelecidas nos acordos de acionistas.

<sup>112</sup> TRIGO, Maria da Graça. Acordos parassociais: síntese das questões jurídicas mais relevantes. In: MARTINS, Alexandre Soveral *et al.* **Problemas de direito das sociedades**. Coimbra: Almedina/IDET, 2002, p. 174.

<sup>113</sup> ENGRÁCIA ANTUNES, José. Os acordos parassociais: algumas reflexões sobre o seu regime jurídico. **Direito das Sociedades em Revista**, ano 13, v. 25, p. 13-35, 2021.

<sup>114</sup> PORTUGAL. **Código das Sociedades Comerciais (CSC)**. Art. 19.º Decreto-Lei n.º 262/86 (em vigor). Diário da República n.º 201/1986, Série I de 1986-09-02. Disponível em: <https://diariodarepublica.pt/dr/legislacao-consolidada/decreto-lei/1986-34443975-66966844>. Acesso em: 14 out. 2024.

<sup>115</sup> VALE, Sofia. **Acordos parassociais: vinculação e oponibilidade**. Tese (Doutorado em Direito). Faculdade de Direito da Universidade Agostinho Neto e da Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa. Lisboa, 2019, p. 27.

Em que pese não haver disciplina legal sobre o acordo de cotistas, o manual de registro de sociedade limitada do Departamento Nacional de Registro Empresarial e Integração (DREI)<sup>116</sup> traz referência ao acordo de sócios, que poderá, por vontade destes, ser arquivado na Junta Comercial, para produzir efeito perante terceiros como documento de interesse da empresa. Ademais, aplica-se à sociedade limitada, subsidiariamente, no que couber, a regência legal das normas das sociedades anônimas, se assim estiver previsto no contrato social (Art. 1.053, parágrafo único do CC/2002), motivo pelo qual, analogicamente, se tem como prática lícita adotar acordo de cotistas, no âmbito do qual se percebem a mesma lógica de eficácia e de vinculação verificadas nos acordos de acionistas previstos na Lei das S/As.

Chama atenção o fato de que os acordos parassociais possuem eficácia que extrapola as relações obrigacionais entre os acionistas que os celebram, como se infere do art. 118, podendo-se falar, tanto no acordo de acionistas, quanto no acordo de cotistas, em eficácia dupla, interna e externa.

Em caso de cláusulas de apuração de haveres estabelecidas pelos sócios em acordo de cotistas, a eficácia interna implica que os sócios estão obrigados ao método de cálculo previsto para certo caso de resolução parcial da sociedade ou para certa espécie de ativos<sup>117</sup>. No caso da eficácia externa àqueles que celebraram o acordo, a sociedade deverá desembolsar recursos financeiros para pagar o valor das cotas liquidadas, conforme a previsão nos referidos acordos. Ademais, a eficácia externa pode se espalhar perante terceiros, para além do âmbito societário, na situação, por exemplo, de ex-cônjuge de sócio que venha a pleitear seus direitos patrimoniais de meação das cotas sociais perante a sociedade, legitimidade que lhe é conferida pelo art. 600, parágrafo único, do CPC/2015.

Assim, o acordo de cotistas passa a existir quando titulares da qualidade de sócios firmam um acordo no qual disciplinam, à margem do contrato social, o exercício de direitos e deveres societários. O acordo será reputado válido quando não violar qualquer preceito legal ou do contrato social, tampouco for usado para prejudicar terceiros<sup>118</sup>.

---

<sup>116</sup> BRASIL. Governo Federal. Ministério do Empreendedorismo, da microempresa e da empresa de pequeno porte. **Manual de Registro de Sociedade Limitada**. Alterado pela Instrução Normativa DREI n. 55, de 2 de junho de 2021. Alterado pela Instrução Normativa DREI/ME n. 112, de 20 de janeiro de 2022. Alterado pela Instrução Normativa DREI/ME n. 88, de 23 de dezembro de 2022. Alterado pela Instrução Normativa DREI n. 01, de 24 de janeiro de 2024. Disponível em: [https://www.gov.br/empresas-e-negocios/pt-br/drei/legislacao/instrucoes-normativas/arquivos-instrucoes-normativas-em-vigor/anexo-iv-limitada\\_compilada.pdf](https://www.gov.br/empresas-e-negocios/pt-br/drei/legislacao/instrucoes-normativas/arquivos-instrucoes-normativas-em-vigor/anexo-iv-limitada_compilada.pdf). Acesso em: 14 out. 2024.

<sup>117</sup> Esta tese defende a viabilidade do acordo de sócios ou o contrato social estabelecer métodos de cálculo de haveres diferentes, a depender da causa da dissolução parcial ou das espécies de ativos presentes na avaliação.

<sup>118</sup> KUGLER, Herbert Morgenstern. **Acordo de sócios na sociedade limitada**: existência, validade e eficácia. Dissertação (Mestrado em Direito). Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (PUC-SP), São Paulo, 2012, p. 9.

Ao se analisar o acordo de cotistas no plano da eficácia dos negócios jurídicos, tem-se que ele será oponível, sempre, perante as partes signatárias. Para produzir efeitos perante a sociedade, o pacto parassocial deve estar arquivado em sua sede; já para ter eficácia contra terceiros, deve estar registrado na Junta Comercial<sup>119</sup>.

A posição que aqui se defende sobre a eficácia externa do acordo de cotistas não é, porém, unânime. Contrariamente ao que se argumenta aqui, Haroldo Malheiros Verçosa destaca:

Nada impede que os sócios de outros tipos societários venham a celebrar acordos, entre si, para as mesmas hipóteses acima mencionadas e outras, nos limites da licitude. No entanto, tais acordos não poderão contar com eficácia externa perante terceiros tal como se encontra na Lei das S/As, por faltar, justamente, previsão legal. Assim sendo, seu inadimplemento gerará tão somente ações de indenização por perdas e danos contra a parte que der causa ao rompimento, cabendo ao autor o ônus da prova em tal sentido, não podendo, por exemplo, pleitear a nulidade de voto proferido contra os termos contratados ou a transferência de ações em oferecimento preferencial ali previsto<sup>120</sup>.

O entendimento trazido nesta tese sobre a viabilidade da eficácia externa tem como supedâneo as disposições do art. 118 da Lei das S/As, aplicáveis ao acordo de cotistas naquilo que não for incompatível com a sociedade limitada. O artigo deixa claro que cabe à companhia observar os acordos de acionistas, sobre a compra e venda de suas ações, preferência para adquiri-las, exercício do direito de voto, ou poder de controle, quando arquivado na sua sede. Ademais, o § 1º dispõe que as obrigações ou ônus decorrentes desses acordos só serão oponíveis a terceiros, depois de averbados nos livros de registro e nos certificados das ações, se emitidos. Verifica-se, assim, que há previsão legal para que esses pactos parassociais tenham eficácia perante terceiros.

A autonomia dos sócios no estabelecimento desses acordos – não só referentes à transferência de participações societárias ou os acordos de voto, senão também acordos parassociais com outro conteúdo, como apuração de haveres – não é, porém, irrestrita.

São vedadas pelo ordenamento jurídico pátrio convenções que venham a violar a boa-fé objetiva, ou que possam promover, para sócio ou sociedade, de um lado, enriquecimento sem causa para alguma das partes ou, de outro lado, gerar sanção indevida, oferecendo valor muito aquém do valor real das cotas sociais. Em situações como estas, caberia o que se denomina neste trabalho por intervenção judicial modificativa, a fim de corrigir os desvios verificados,

<sup>119</sup> Sociedade Limitada não empresarial é registrada no Cartório de Registro Civil das Pessoas Jurídicas. Este é o órgão de registro competente para o acordo de seus sócios. Nesta tese, no entanto, cuida-se tão somente de sociedades limitadas empresárias.

<sup>120</sup> VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Curso de direito comercial**. v. 2. São Paulo: Malheiros, 2006, p. 160.

reequilibrando a equação econômica, para buscar o cálculo de um valor justo para os haveres do sócio retirante ou de seus herdeiros.

Para se definir o critério e o método de apuração de haveres mais adequado à realidade da empresa, e aos interesses dos sócios, seja no contrato social ou no acordo de cotistas, é preciso muita cautela e conhecimento dos atributos e especificidades de cada método de cálculo. A fim de contribuir com essa análise, a seguir são exploradas as principais características dos métodos de avaliação de empresas mais utilizados na apuração de haveres.

#### 4 AS PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS DOS MÉTODOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS MAIS UTILIZADOS NA APURAÇÃO DE HAVERES

A apuração de haveres para fins de dissolução parcial da sociedade<sup>121</sup> não se confunde com a avaliação de empresa para outras finalidades, por exemplo, transações de aquisição de participação societária no mercado.

Apurar os haveres societários é procedimento pelo qual se avalia o valor da empresa, e se calcula o valor correspondente à participação societária do sócio que está se desvinculando de uma sociedade contratual. A identificação dos haveres societários deve ser feita utilizando um método jurídico-contábil, previsto em lei ou consignado no contrato social. Além disso, deve ser a mais abrangente possível, já que se busca fixar o justo preço da parcela social<sup>122</sup>, incluindo-se, pois, todas as categorias de ativos, tangíveis e intangíveis (art. 606 do CPC/2015).

Os precedentes do STJ já citados nesta pesquisa evidenciam não se poder olvidar de que, em casos de resolução parcial, na prática, a sociedade irá continuar em atividade, beneficiando-se de seus ativos intangíveis, cujo valor, naquele momento (de apuração de haveres), deve, em princípio, estar espelhado também nas cotas do sócio retirante<sup>123</sup>, que até então contribuiu para formar o patrimônio societário. A questão, porém, não é simples. É objeto de críticas a possibilidade de o sócio retirante se apropriar de parcela de receita futura de intangíveis referente a um período no qual ele não mais estará sujeito ao risco do negócio.

Pode parecer que se está diante de uma contradição, na medida em que a jurisprudência menciona que a apuração de haveres na dissolução parcial há de ser feita como se tratasse de dissolução total (que se realiza mediante balanço de liquidação, portanto, com exclusão dos bens intangíveis), mas há precedentes do STJ<sup>124</sup> no sentido de que o patrimônio intangível deve ser considerado.

---

<sup>121</sup> A terminologia dissolução parcial, embora criticada na doutrina, quer significar a resolução da sociedade em relação a um sócio, com a extinção de seu vínculo societário, e mantendo-se a sociedade. A resolução do contrato societário relativamente a um sócio pode ter lugar nos casos de morte, exclusão e exercício do direito de retirada. Com o CPC/2015, deve-se incluir uma quarta hipótese: o divórcio ou dissolução da união estável de um sócio. TOMAZETTE, Marlon. **Curso de direito empresarial: teoria geral e direito societário**. v. 1. São Paulo: Saraiva, 2022 (*ebook*), p. 306.

<sup>122</sup> FAZZIO JUNIOR, Waldo. **Manual de direito comercial**. 15. ed. São Paulo: Atlas, 2014, p. 145.

<sup>123</sup> Para efeito meramente prático, utiliza-se a expressão sócio retirante para designar todas as situações de dissolução parcial de sociedade, nas quais o sócio excluído ou retirante, seus herdeiros, ou ex-cônjuge, possam desaguar na apuração de haveres.

<sup>124</sup> BRASIL. **Superior Tribunal de Justiça**. AgInt. no Recurso Especial 2101888-RN (2021/0276473-5). Rel. Min. Marco Aurélio Bellizze. 01 jul. 2024. Disponível em: <https://processo.stj.jus.br/SCON/pesquisar.jsp?livre=GOODWILL&b=DTXT&thesaurus=JURIDICO&p=true&t p=T>. Acesso em: 13 out. 2024.

O teor do Recurso Especial 1.335.619-SP<sup>125</sup> esclarece que essa aparente contradição se resolve pela mitigação da regra de equiparação da dissolução parcial à total. Relevante lembrar que se trata de uma ficção legal – já que a sociedade se manterá em plena atividade – e que os precedentes que lhe deram origem, desde os seus primórdios (ainda no âmbito do STF<sup>126</sup>), se basearam no fato de que deve ser assegurada ao sócio retirante situação de igualdade na apuração de haveres, fazendo-se esta com a maior amplitude possível, com a exata verificação, física e contábil, dos valores do ativo.

Ocorre que, o balanço de determinação não parece hábil ao cálculo de todos os tipos de ativos intangíveis, pelo fato dele considerar apenas o valor presente da situação patrimonial da empresa. Não integra seu cálculo a variável de potencial geração de lucros futuros dos intangíveis. Por outro lado, o método do fluxo de caixa descontado, com foco no aspecto econômico, e aptidão para capturar o valor de intangíveis, envolve certos pontos de atenção que merecem análise cautelosa. Passa-se, então, a examinar as características desses dois métodos de cálculo.

#### 4.1 Avaliação de empresas: métodos patrimoniais e métodos econômicos

Calcular o valor de uma empresa é fundamental para diversas finalidades: decisões financeiras de investimentos, financiamento e dividendos, negócios de aquisições, vendas, fusões e cisões e hipóteses de dissolução parcial de sociedade. Uma avaliação inadequada pode levar a consequências indesejáveis, por exemplo, gerar expectativas irreais num processo de aquisição, na aceitação ou não de um investimento ou na expectativa de crescimento de uma empresa. Apurar o valor de empresas, contudo, não é tarefa fácil.

O processo de avaliação consiste na apuração do valor de ativos<sup>127</sup>, e tem como base um método de cálculo<sup>128</sup> utilizado num dado momento. Essa mensuração considera certas premissas e hipóteses comportamentais, a conjuntura em que a avaliação está sendo realizada e

<sup>125</sup> BRASIL. **Superior Tribunal de Justiça**. Recurso Especial n. 1.335.619-SP (2011/0266256-3). Disponível em: [https://scon.stj.jus.br/SCON/GetInteiroTeorDoAcordao?num\\_registro=201102662563](https://scon.stj.jus.br/SCON/GetInteiroTeorDoAcordao?num_registro=201102662563). Acesso em: 30 set. 2024.

<sup>126</sup> BRASIL. **Supremo Tribunal Federal**. Recurso Extraordinário 89.464-SP. Disponível em: <https://jurisprudencia.stf.jus.br/pages/search/sjur119562/false>. Acesso em: 13 out. 2024.

<sup>127</sup> Ativo é um recurso econômico presente controlado pela entidade como resultado de eventos passados. Recurso econômico é um direito que tem o potencial de produzir benefícios econômicos. Itens 4.3 e 4.4 do **Pronunciamento Técnico CPC 00 (R2). Estrutura Conceitual para Relatório Financeiro**, 2019. COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS (CPC).

<sup>128</sup> Nessa tese, método de cálculo se refere à fórmula, ou metodologia, empregada para se apurar os haveres. Os métodos de cálculo se filiam a determinados critérios, ou perspectivas de avaliação, que pode ser patrimonial ou econômico. Os métodos aqui analisados são: balanço de determinação (filiado ao critério patrimonial) e fluxo de caixa descontado (filiado ao critério econômico, de receita).

outros fatores, como o mercado no qual a empresa atua e as expectativas de resultados futuros<sup>129</sup>.

A avaliação de empresas não se revela uma ciência exata. Alguns aspectos são controversos e dependem de certo grau de subjetividade dos profissionais encarregados da apuração. Ademais, os ativos empregados nas mais variadas atividades econômicas não têm as mesmas características, visto que alguns são mais simples, outros mais complexos para serem avaliados.

Ao contrário do que se pode pensar, as ciências contábeis estão incluídas no campo das ciências sociais, e não nas ciências exatas. O envolvimento com números nada mais é que um instrumental, uma ferramenta. Os projetos pedagógicos dos principais cursos de ciências contábeis no nível superior do país<sup>130</sup> enfatizam que a avaliação de um patrimônio não é uma mera soma: se uma empresa está em continuidade, ela tem determinado valor; se estiver em processo de falência, terá outro valor.

As ciências contábeis são uma ciência social porque tratam de um patrimônio que envolve um conjunto de pessoas, dentro de uma sociedade, com implicações internas e externas. A avaliação de empresas está inserida no contexto de uma ciência social aplicada, que inclui comportamento e julgamento.

A subjetividade envolvida no processo de avaliação, portanto, é um dos maiores desafios à mensuração do valor de um ativo e quaisquer concepções ou preconceitos trazidos pelo avaliador ao processo de avaliação acabarão se incorporando ao valor<sup>131</sup>. Desse modo, o avaliador deve se abster, tanto quanto puder, de influenciar nas informações utilizadas no modelo de avaliação, para minimizar o risco de incertezas.

Vários são os métodos de avaliação de empresas que podem ser utilizados, em conjunto ou separadamente. Essa tese refuta a ideia de que um método de cálculo tomado isoladamente pode ser considerado em abstrato o correto, exato, ou mais justo. Há métodos de avaliação que, conforme as premissas utilizadas, e as especificidades do caso concreto analisado, podem se

<sup>129</sup> ENDLER, Luciana. Avaliação de empresas pelo método de fluxo de caixa descontado e os desvios causados pela utilização de taxas de desconto inadequadas. **Revista ConTexto**, Porto Alegre, v. 4, n. 6, 1º sem. 2004, p. 2.

<sup>130</sup> Por todos: UFMG Diversa. No que vai dar. Ciências Contábeis. Contador junta variáveis diversas para avaliar saúde financeira das empresas e mostrar saídas para problemas. **Revista da Universidade Federal de Minas Gerais**, ano 2, n. 5, jun. 2004, edição vestibular. Disponível em: <https://www.ufmg.br/diversa/5/ciencontabeis.htm#:~:text=Ao%20contr%C3%A1rio%20do%20que%20muitos%20pensam%2C%20as%20Ci%C3%A7%C3%A2ncias%20Cont%C3%A1beis%20incluem,que%20envolve%20comportamento%20e%20julgamento>. Acesso em 07 jun. 2024.

<sup>131</sup> ENDLER, Luciana. Avaliação de empresas pelo método de fluxo de caixa descontado e os desvios causados pela utilização de taxas de desconto inadequadas. **Revista ConTexto**, Porto Alegre, v. 4, n. 6, 1º sem. 2004, p. 3.

mostrar mais consistentes, revelando-se tecnicamente mais adequados, dadas às circunstâncias de avaliação e a qualidade das informações disponíveis<sup>132</sup>.

A doutrina costuma classificar os métodos de avaliação de empresas em duas categorias: o patrimonial e o econômico. Costuma-se afirmar que, um método do tipo patrimonial olha para o passado (isto é, antes da data da resolução societária) ao passo que um método do tipo econômico olha para o futuro (após essa data), para mensurar quanto a sociedade vale no presente<sup>133</sup>. Para a adoção de qualquer método de avaliação, patrimonial ou econômico, a premissa básica deve ser a obtenção de um valor justo<sup>134</sup>, de acordo com finalidade desse cálculo.

O processo de avaliação de empresas, porém, convive com variados graus de incerteza em suas projeções, por exemplo, variáveis macroeconômicas, mudanças regulatórias e condições específicas do mercado em que a empresa avaliada participa.

A fim de ilustrar algumas possíveis diferenças relativas à avaliação de empresas em cada situação, Assaf Neto<sup>135</sup> pontua que empresas novas de tecnologia, por exemplo, trazem maior incerteza na avaliação do que outras que atuam em mercados mais consolidados, com menor dependência tecnológica. Da mesma forma, prossegue, empresas cíclicas<sup>136</sup>, como companhias de aviação comercial e montadoras de veículos, trazem incerteza maior nas variáveis macroeconômicas, como evolução do PIB, comportamento das taxas de juros e do câmbio.

Apurar o valor de empresas, como se nota, é um processo que requer amplo conhecimento de conceitos econômicos e financeiros, de técnicas de cálculo e de diversos fatores internos e externos à empresa, que influenciam em seu valor econômico. Outrossim,

<sup>132</sup> PEREZ, Marcelo M.; FAMÁ, Rubens. Métodos de avaliação de empresas e o balanço de determinação. **Revista Administração em Diálogo**, São Paulo, n. 6, 2004, p. 101-112.

<sup>133</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. Apuração de Haveres na Ação de Dissolução de Sociedade. *In*: RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; CARAMÊS, Guilherme Bonato Campos. **Direito Empresarial e o CPC/2015**. Belo Horizonte: Fórum, 2018, p. 26.

<sup>134</sup> O item 9 do **Pronunciamento Técnico CPC 46** define valor justo como o preço que seria recebido pela venda de um ativo ou que seria pago pela transferência de um passivo em uma transação não forçada entre participantes do mercado na data de mensuração.

<sup>135</sup> ASSAF NETO, Alexandre A. **Valuation** – métricas de valor e avaliação de empresas. Rio de Janeiro: GEN, 2021, p. 186 (*ebook*).

<sup>136</sup> As empresas cíclicas são aquelas mais afetadas por ciclos econômicos, ou seja, pela flutuação de índices e fatores econômicos, como alterações de inflação e taxas de juros. Assim, elas tendem a ter melhores resultados em cenários positivos da economia, quando o consumo é impulsionado. Mais sobre empresas cíclicas e empresas não cíclicas: SANTOS, João Paulo dos. Empresas cíclicas e não-cíclicas: o que são e como diferenciar. **B3**. 6 abr. 2023. Disponível em: <https://borainvestir.b3.com.br/noticias/empresas/empresas-ciclicas-e-nao-ciclicas-o-que-sao-e-como-diferenciar/#:~:text=As%20empresas%20c%C3%ADclicas%20s%C3%A3o%20aquelas,quando%20o%20consumo%20%C3%A9%20impulsionado>. Acesso em: 21 abr. 2024.

considerações de ordem subjetiva, da pessoa física ou jurídica encarregada da avaliação, também podem alterar o resultado do cálculo.

Visando à ratificação dos dados disponíveis para o cálculo, é largamente reconhecido que todo processo avaliativo deve incluir profunda e prévia verificação e auditoria de todas as informações da empresa<sup>137</sup>. Pretende-se, com esse processo, descortinar a efetiva situação empresarial, avaliando riscos, e possibilitando uma negociação mais justa às partes interessadas.

Esse processo de investigação dos ativos e passivos empresariais denominado *due diligence*, ou diligência prévia, deve abarcar todas as questões do negócio posto em avaliação: de natureza contábil, fiscal, societária, trabalhista, ambiental, propriedade intelectual, levantamento de passivos existentes e ocultos, presença de passivos e ativos recebíveis vencidos há muito tempo, contingências e mensuração do patrimônio líquido.

A literatura especializada em avaliação de empresas<sup>138</sup> preconiza que sejam analisados os investimentos atuais da empresa e sua estrutura de capital (passivos e patrimônio líquido), de maneira a colocar em uma posição de equilíbrio os ativos e os passivos do negócio em avaliação. A chamada posição de equilíbrio tem como aspecto fundamental o seguinte:

[...] não se pode avaliar uma empresa mantendo uma posição econômica e financeira desfavorável. As projeções financeiras na avaliação são estabelecidas por prazos bastante longos, ou indeterminados, e não é possível manter por toda essa maturidade uma estrutura financeira em desequilíbrio. Falta de liquidez ou endividamento em excesso, por exemplo, no horizonte de curto prazo são admitidos como desequilíbrios passíveis de serem administrados; em longo prazo, no entanto, podem levar a empresa a uma posição de insolvência<sup>139</sup>.

Entre as variáveis comumente consideradas no processo de avaliação de empresas destacam-se: análise do desempenho histórico da empresa, e seus pontos fortes e vulneráveis; variáveis macroeconômicas relacionadas ao negócio em avaliação; mercado de atuação e concorrência; projeções de resultados financeiros, horizonte de tempo da avaliação; estrutura de equilíbrio da empresa; risco e custo de capital.

As variáveis macroeconômicas normalmente utilizadas são aquelas mais relacionadas ao desempenho do negócio: expansão da demanda, oferta de crédito, preços de *commodities*, taxas de juros, crescimento do PIB, inflação, taxa de câmbio, e assim por diante<sup>140</sup>. A análise

<sup>137</sup> ASSAF NETO, Alexandre A. **Valuation** – métricas de valor e avaliação de empresas. Rio de Janeiro: GEN, 2021, p. 186 (*ebook*).

<sup>138</sup> ASSAF NETO, Alexandre A. **Valuation** – métricas de valor e avaliação de empresas. Rio de Janeiro: GEN, 2021, p. 187 (*ebook*).

<sup>139</sup> ASSAF NETO, Alexandre A. **Valuation** – métricas de valor e avaliação de empresas. Rio de Janeiro: GEN, 2021 (*ebook*), p. 187.

<sup>140</sup> ASSAF NETO, Alexandre A. **Valuation** – métricas de valor e avaliação de empresas. Rio de Janeiro: GEN, 2021 (*ebook*), p. 189.

dessas variáveis tem por finalidade obter melhor compreensão da dinâmica econômica na qual a empresa se insere, e melhor estipular as projeções financeiras necessárias à avaliação.

Em uma avaliação de empresa do setor eletroeletrônico, por exemplo, são geralmente consideradas as seguintes variáveis macroeconômicas: (a) evolução do PIB da economia e do setor, com o objetivo de estabelecer a produção e o consumo esperados; (b) inflação, juros e variação cambial, considerados fatores importantes na formação dos preços de vendas, custos internos e insumos importados; (c) política de crédito e custo de financiamento<sup>141</sup>.

A análise de mercado, por outro lado, considera outras categorias de variáveis: tamanho, concorrentes, tendências dos negócios, novos produtos, consumidores, entre outros elementos necessários à compreensão do mercado em que a empresa atua. Para o setor eletroeletrônico, podem ser analisados tamanho, concorrentes, crescimento e tecnologia<sup>142</sup>.

O que irá definir as variáveis a serem eleitas, e como elas serão tratadas na apuração do valor empresarial em concreto, será o método de avaliação utilizado no processo. A depender dos objetivos da avaliação e as informações à disposição, é possível calcular numérica e conceitualmente diversos valores diferentes para as empresas, conforme o método de avaliação escolhido.

São exemplos de métodos de avaliação que podem ser utilizados de acordo 1) com o propósito da avaliação; 2) as características da empresa avaliada; e 3) a disponibilidade e confiabilidade das informações<sup>143</sup>: valor contábil, múltiplos de mercado, balanço de determinação e fluxo de caixa descontado. Esses dois últimos são os mais amplamente utilizados em apuração de haveres, por isso, objetos de análise nesta tese.

Não seria correto afirmar que esses métodos, entre outros, são substitutos uns dos outros. Em verdade, eles podem ser complementares entre si, no caso concreto, pois cada um deles atende a determinados objetivos. Em razão disso, a doutrina recomenda<sup>144</sup> que o perito avaliador deve, sempre que possível, utilizá-los em conjunto, e não isoladamente.

O método de cálculo do valor de empresas mais consagrado para as finalidades envolvendo decisões de investimento, financiamento e dividendos, para negócios de aquisições, vendas, fusões e cisões, é o Fluxo de Caixa Descontado (FCD), que integra a categoria dos

---

<sup>141</sup> ASSAF NETO, Alexandre A. **Valuation** – métricas de valor e avaliação de empresas. Rio de Janeiro: GEN, 2021 (*ebook*), p. 189.

<sup>142</sup> ASSAF NETO, Alexandre A. **Valuation** – métricas de valor e avaliação de empresas. Rio de Janeiro: GEN, 2021 (*ebook*), p. 189.

<sup>143</sup> PEREZ, Marcelo M.; FAMÁ, Rubens. Métodos de avaliação de empresas e o balanço de determinação. **Revista Administração em Diálogo**, São Paulo, n. 6, 2004, p. 103.

<sup>144</sup> PEREZ, Marcelo M.; FAMÁ, Rubens. Métodos de avaliação de empresas e o balanço de determinação. **Revista Administração em Diálogo**, São Paulo, n. 6, 2004, p. 104.

métodos econômicos de avaliação. Seu uso na apuração de haveres envolve questionamentos e divide opiniões<sup>145</sup>.

## 4.2 O método do fluxo de caixa descontado (FCD)

O Fluxo de Caixa Descontado, explica Assaf Neto<sup>146</sup>, calcula o valor presente dos fluxos de benefícios de caixa previstos no futuro, descontado por uma taxa que reflete o risco do negócio.

O valor econômico de uma empresa é formado por expectativas de desempenho. É o valor apurado pelo valor presente dos potenciais futuros esperados de ganhos econômicos de caixa<sup>147</sup>. Também se pode dizer que o valor econômico de uma empresa é um valor esperado, ou um preço estimado, baseado em previsões, erros e incertezas de quem o avalia.

O que se faz no FCD é estimar quão lucrativo será um negócio ao longo dos anos. Ou seja, estima-se quanto o negócio será rentável em certo prazo futuro, para se descobrir quanto ele de fato vale no presente. Fala-se que o modelo de fluxo de caixa descontado é o mais utilizado no mundo para se avaliar empresas<sup>148</sup>, em razão de seu forte embasamento lógico, relativa simplicidade, e adaptabilidade a diferentes tipos de empresas para avaliação.

A aplicação do FCD implica na utilização de projeções ou estimativas, que são, de certa forma, tentativas de previsão daquilo que de fato ocorrerá. E, para embasar essas previsões, é necessário estabelecer inicialmente algumas premissas, julgamentos que vão sustentar as previsões sobre o futuro da empresa<sup>149</sup>.

Em geral, o modelo de FCD baseia-se em três tipos de premissas:

---

<sup>145</sup> Na jurisprudência do STJ, viu-se que o método do FCD já foi considerado adequado para ser usado conjuntamente com o balanço de determinação, mas depois o posicionamento do Tribunal foi modificado.

<sup>146</sup> ASSAF NETO, Alexandre A. **Valuation** – métricas de valor e avaliação de empresas. Rio de Janeiro: GEN, 2021 (*ebook*), p. 186.

<sup>147</sup> ASSAF NETO, Alexandre A. **Valuation** – métricas de valor e avaliação de empresas. Rio de Janeiro: GEN, 2021 (*ebook*), p. 186.

<sup>148</sup> ALBERNAZ, André S. **Valuation sem mistério**: aprenda sobre avaliação de empresas e vá do zero ao avançado. Rio de Janeiro: Alta Books, 2023 (*ebook*), p. 69.

<sup>149</sup> ALBERNAZ, André S. **Valuation sem mistério**: aprenda sobre avaliação de empresas e vá do zero ao avançado. Rio de Janeiro: Alta Books, 2023 (*ebook*), p. 78.

✓ *premissas quanto às taxas de desconto*

A lógica por trás das taxas de desconto consiste em trazer fluxos de caixa futuros a valor presente, descontando-os pelo custo de capital no tempo<sup>150</sup>. A taxa de desconto é um dos componentes mais críticos do FCD, conforme explica Damodaran<sup>151</sup>, pois reflete o risco associado aos fluxos de caixa futuros da empresa e o custo de oportunidade do capital. Como a maioria das empresas<sup>152</sup> utiliza capital próprio e de terceiros para o financiamento das atividades operacionais, a taxa de desconto a ser utilizada representa o custo global de capital ou custo médio do capital ponderado (WACC), o qual é obtido pelo cálculo da média ponderada de todos os custos de financiamentos em curto e longo prazo, utilizados por uma empresa para financiar suas atividades. Assim, são considerados o custo de capital próprio, o custo de capital de terceiro (custo da dívida), ponderados conforme a estrutura de financiamento da empresa, de acordo com a seguinte fórmula:

$$\text{WACC} = K_e * [E / (D + E)] + K_d * [D / (D + E)]$$

Onde se tem que:

$K_e$  = Custo de capital próprio<sup>153</sup> é o custo do capital investido pelos proprietários da empresa, o qual pode ser calculado usando modelos como o *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), que considera a taxa livre de risco, o prêmio de risco do mercado e o beta<sup>154</sup> da empresa, que mede o risco sistemático dos ativos em relação ao mercado. A determinação desse coeficiente beta envolve uma série de suposições, por exemplo, a escolha do período de análise, o índice de mercado de referência e as projeções de como a empresa reagirá a futuras condições de mercado. Além disso, no cálculo do custo de capital próprio, o CAPM inclui a taxa livre de

<sup>150</sup> ALBERNAZ, André S. *Valuation sem mistério*: aprenda sobre avaliação de empresas e vá do zero ao avançado. Rio de Janeiro: Alta Books, 2023 (ebook), p. 83.

<sup>151</sup> DAMODARAN, Aswath. *Valuation*: como avaliar empresas e escolher melhores ações. São Paulo: LTC, 2012, p. 45.

<sup>152</sup> ENDLER, Luciana. Avaliação de empresas pelo método de fluxo de caixa descontado e os desvios causados pela utilização de taxas de desconto inadequadas. *Revista ConTexto*, Porto Alegre, v. 4, n. 6, 1º sem. 2004, p. 8.

<sup>153</sup> Para mais sobre cada variável envolvida no cálculo do  $K_e$  (custo de capital próprio) recomenda-se, entre outras, a seguinte obra: ALBERNAZ, André S. *Valuation sem mistério*: aprenda sobre avaliação de empresas e vá do zero ao avançado. Rio de Janeiro: Alta Books, 2023 (ebook).

<sup>154</sup> O coeficiente Beta mede a sensibilidade do retorno de um ativo em relação às variações do mercado como um todo. No contexto dos ativos de uma empresa, o beta indica o quanto o valor desses ativos é influenciado por movimentos do mercado, refletindo o risco sistemático que não pode ser eliminado por meio da diversificação.

risco<sup>155</sup> e o prêmio de risco do mercado<sup>156</sup>, ambos baseados em estimativas e expectativas futuras.

Como as percepções de risco variam entre avaliadores, a definição do beta e dos outros componentes baseados em estimativas podem resultar em diferentes taxas de desconto. Essa variação causa impactos significativos no cálculo do valor presente dos fluxos de caixa no método FCD, podendo alterar significativamente a avaliação final da empresa e, por consequência, gerar impactos na avaliação dos haveres societários. Assim, a variável  $K_e$  (custo do capital próprio) indica forte grau de subjetividade na determinação da taxa de desconto.

$K_d$  = O custo de capital de terceiros refere-se ao custo da dívida da empresa, ou seja, à taxa de juros que a empresa paga pelos empréstimos e financiamentos. Esse custo é ajustado pelos benefícios fiscais decorrentes do pagamento de juros, os quais são dedutíveis no imposto de renda corporativo.

$E$  = Valor de mercado é o valor das ações ou cotas da empresa, no mercado, a representar o valor total da participação dos acionistas ou sócios. Na fórmula do WACC, o valor de mercado ( $E$ ) é usado para determinar a proporção do capital próprio em relação ao total do capital da empresa. Isso influencia o quanto o custo do capital próprio impacta a taxa de desconto.

$D$  = Dívida refere-se ao valor total da dívida da empresa (inclui empréstimos, financiamentos e outros passivos que devem ser pagos). A proporção da dívida em relação ao total do capital da empresa influencia a ponderação do custo da dívida no cálculo do WACC. Quanto maior a dívida, maior a influência do custo da dívida na taxa de desconto.

Demonstrados os elementos envolvidos no cálculo da taxa de desconto, esclarece-se o traço característico da subjetividade ligado ao procedimento. A percepção de risco pode ser diferente a depender da visão de quem avalia a empresa, o que pode resultar em uma variação significativa no valor presente dos fluxos de caixa calculados<sup>157</sup>. Essa subjetividade é uma das

---

<sup>155</sup> É a taxa de retorno de um investimento considerado seguro, ou seja, que não possui risco de inadimplência. Geralmente, ela é representada pelos títulos da dívida pública de países considerados economicamente estáveis, como os títulos do Tesouro dos EUA. Essa taxa serve como referência mínima de retorno para os investidores, já que não envolve os riscos associados a ativos de mercado.

<sup>156</sup> Esse prêmio representa a compensação adicional exigida pelos investidores por assumirem o risco de investir em ativos de mercado, como ações, ao invés de aplicar em investimentos livres de risco. Ele reflete a percepção de risco do mercado em relação a investimentos sujeitos a volatilidade e incertezas.

<sup>157</sup> DAMODARAN, Aswath. **Damodaran on valuation: security analysis for investment and corporate finance**. 2. ed. EUA: Wiley Finance, 2006, p. 45.

fraquezas, ou ponto crítico do FCD, já que diferentes analistas podem adotar taxas de desconto distintas, alterando o valor final da avaliação.

✓ *premissas quanto ao crescimento dos lucros*

A projeção do crescimento dos lucros é fundamental para prever os fluxos de caixa futuros. No FCD, é necessário estimar a taxa de crescimento dos lucros para os próximos anos, o que envolve: i. análise histórica, baseando-se nos desempenhos passados da empresa e do setor em que ela opera; ii. perspectivas de mercado, incluindo fatores como expansão, estratégias de penetração de mercado, inovação, e evolução da demanda; iii. expectativas macroeconômicas, considerando as condições econômicas gerais (inflação, taxas de juros e crescimento do PIB).

Para Aswath Damodaran, estimar a taxa de crescimento é extremamente desafiador, pois está sujeita a incertezas e variações de mercado<sup>158</sup>. Uma previsão otimista pode resultar em uma superestimação do valor da empresa, enquanto uma previsão pessimista pode levar à sua subavaliação. Além disso, é necessário definir por quanto tempo a empresa conseguirá manter essa taxa de crescimento, distinguindo entre uma fase de crescimento alto (geralmente limitada a 5-10 anos) e uma taxa de crescimento estável em longo prazo.

✓ *premissas quanto ao reinvestimento necessário*

Para o desenvolvimento da empresa, é necessário reinvestir parte dos lucros em ativos operacionais (novas instalações, equipamentos ou capital de giro). Os elementos relacionados ao reinvestimento envolvem: i. taxa de reinvestimento, definindo o percentual dos lucros que será reinvestido para sustentar o crescimento projetado; ii. eficiência do reinvestimento, representada pela taxa de Retorno sobre o Capital Investido (ROIC). Uma taxa de reinvestimento alta, combinada com um ROIC elevado, pode levar a um crescimento sustentável e a fluxos de caixa futuros maiores.

A dificuldade quanto a este ponto é estimar quanto a empresa precisará reinvestir para manter seu crescimento. Se as premissas sobre reinvestimento forem excessivamente otimistas, o modelo pode subestimar as necessidades reais da empresa e supervalorizar os fluxos de caixa

---

<sup>158</sup> DAMODARAN, Aswath. **Damodaran on valuation**: security analysis for investment and corporate finance. 2. ed. EUA: Wiley Finance, 2006, p. 61.

futuros. Inversamente, uma previsão conservadora pode resultar em uma avaliação que não reflete o verdadeiro potencial da empresa<sup>159</sup>.

Examinadas as premissas iniciais do FCD, parece ser incontroverso que este método se baseia na tese de que o valor de um negócio depende dos benefícios futuros que ele irá produzir, calculados para um valor presente, por meio de uma taxa de desconto apropriada<sup>160</sup>. Entende-se como apropriada a taxa de desconto que reflita os riscos inerentes aos fluxos estimados, um ponto de crítico no FCD, na medida em que envolve margem subjetiva de avaliação.

Aplicando-se o referido método, em certa data utilizada para o cálculo, o valor de uma empresa será o somatório dos valores presentes dos fluxos futuros, descontados por uma taxa que representa a taxa de retorno requerida. A fórmula de cálculo para avaliar empresas pelo Fluxo de Caixa Descontado é a seguinte:

$$VPFC = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCt}{(1+r)^t}$$

Onde se tem que:

**VPFC** = Valor Presente dos Fluxos de Caixa

**n** = vida útil do ativo

**r** = taxa de desconto

(que reflete os riscos inerentes aos fluxos de caixa estimados)

**FCt** = Fluxo de Caixa no período “t”

O Valor Presente dos Fluxos de Caixa (VPFC) é a soma de todos os fluxos de caixa futuros projetados da empresa, trazidos para o valor presente por meio da taxa de desconto. Em outras palavras, o valor total dos fluxos de caixa futuros da empresa na data do cálculo, depois de serem ajustados pelo risco e pelo tempo.

O FCt representa os fluxos de caixa projetados<sup>161</sup> da empresa para cada período.

<sup>159</sup> DAMODARAN, Aswath. **Damodaran on valuation: security analysis for investment and corporate finance**. 2. ed. EUA: Wiley Finance, 2006, p. 78.

<sup>160</sup> ENDLER, Luciana. Avaliação de empresas pelo método de fluxo de caixa descontado e os desvios causados pela utilização de taxas de desconto inadequadas. **Revista ConTexto**, Porto Alegre, v. 4, n. 6, 1º sem. 2004, p. 4.

<sup>161</sup> Para se aplicar o FCD adequadamente, é preciso saber de antemão se o objetivo é calcular o valor da empresa como um todo ou se o cálculo tem por finalidade chegar ao valor sob a perspectiva dos detentores de propriedade da empresa. Na primeira hipótese (calcular o valor da empresa como um todo), usa-se o fluxo de caixa livre, que é formado pelas movimentações financeiras decorrentes das atividades de investimento (fundamentais à estruturação inicial e à manutenção dessa estrutura ao longo de sua vida útil) e das atividades operacionais (decorrentes do funcionamento operacional do negócio), cujo resultado estará disponível a todos os fornecedores

Luciana Endler<sup>162</sup> explica que os fluxos de caixa representam o dinheiro disponível para distribuição aos sócios da empresa após todas as despesas operacionais, impostos, reinvestimentos em capital e mudanças no capital de giro. Os fluxos de caixa projetados podem ser afetados pelas premissas quanto ao crescimento dos lucros e à necessidade de reinvestimento.

A taxa de desconto ( $r$ ) é o fator que traz os fluxos de caixa futuros para o valor presente. A escolha dessa taxa é fundamental, pois reflete o custo de capital da empresa e o nível de risco associado aos fluxos de caixa futuros. Geralmente, trata-se de uma taxa calculada pelo Custo Médio Ponderado de Capital (WACC).

O Período de Projeção ( $n$ ), por sua vez, se refere ao horizonte de tempo no qual se espera que a empresa gere fluxos de caixa futuros. O período geralmente corresponde à vida útil do ativo ou ao tempo durante o qual os ativos da empresa, tangíveis ou intangíveis, são capazes de produzir fluxos de caixa. Em geral, as projeções são feitas para um intervalo de 5 a 10 anos, a depender da natureza do negócio e da durabilidade de seus ativos<sup>163</sup>. Após esse período de projeção, é comum calcular um valor residual para estimar o valor da empresa além da vida útil direta dos ativos projetados.

É uma decisão central estabelecer um período temporal do fluxo de caixa para se aplicar o método do fluxo de caixa descontado, período esse que se refere ao prazo de geração dos fluxos de caixa esperados considerado na avaliação.

Em geral, as empresas não têm data predefinida para pôr fim às suas atividades e, por consequência, à geração de fluxos de caixa. Então, ao se pretender avaliar uma empresa pelo FCD, o encarregado da aplicação deste método de cálculo terá pela frente o curso de um fluxo de caixa igualmente com data indefinida. A literatura especializada costuma indicar, nessa situação, a estratégia de dividir o fluxo de caixa em períodos complementares denominados período explícito e período de perpetuidade.

O período explícito abrange os primeiros anos desde o início da análise, ao longo dos quais se projetam os fluxos de caixa objeto do cálculo com maior nível de detalhamento.

---

de capital, sejam eles credores ou proprietários. Na segunda hipótese (avaliação perspectiva dos detentores de propriedade da empresa), utiliza-se o fluxo de caixa dos proprietários, que é formado pelo fluxo de caixa livre da empresa acrescido do fluxo de caixa específico dos credores. Ao passo que o fluxo de caixa livre deve remunerar tanto credores como proprietários, o fluxo de caixa dos proprietários deve remunerar exclusivamente os proprietários. CORREIA NETO, Jocildo F. C.; BRANDÃO José W. **Valuation empresarial** – avaliação de empresas considerando o risco. Rio de Janeiro: Alta Books, 2018, p. 133.

<sup>162</sup> ENDLER, Luciana. Avaliação de empresas pelo método de fluxo de caixa descontado e os desvios causados pela utilização de taxas de desconto inadequadas. **Revista ConTexto**, Porto Alegre, v. 4, n. 6, 1º sem. 2004, p. 4.

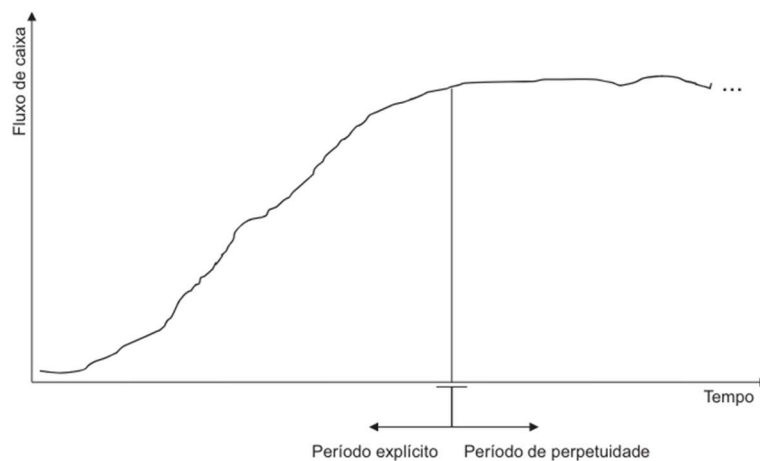
<sup>163</sup> ENDLER, Luciana. Avaliação de empresas pelo método de fluxo de caixa descontado e os desvios causados pela utilização de taxas de desconto inadequadas. **Revista ConTexto**, Porto Alegre, v. 4, n. 6, 1º sem. 2004, p. 4.

Considera-se, assim, de forma mais aguçada, certas variáveis: nível de crescimento dos produtos vendidos, alterações nos preços praticados e custos incorridos. Um bom guia para definir esse período explícito é definir esse horizonte de avaliação conforme a expectativa de estabilização da geração do fluxo de caixa, a qual pode ocorrer

[...] a partir de determinado momento em função de fatores internos (atingimento do limite da capacidade produtiva ou falta de capital para viabilizar uma taxa de crescimento maior etc.) e/ou de fatores externos (a própria saturação do mercado atualmente atendido, perspectivas sobre o ambiente econômico etc.)<sup>164</sup>.

A partir desse ponto de certa estabilização, espera-se um crescimento da empresa próximo ao do setor em que ela atua, o que costuma ser considerado uma indicação para o início do período seguinte de análise, o de perpetuidade. Neste período, os fluxos de caixa gerados têm um comportamento relativamente uniforme, sem momento definido para serem encerrados. Diante desta tendência de estabilização, segundo a doutrina, os fluxos de caixa podem ser analisados e avaliados como uma perpetuidade sem qualquer prejuízo<sup>165</sup>, conforme se vê na figura abaixo.

Figura 1 – Períodos explícito e de perpetuidade



Fonte: CORREIA NETO, Jocildo F. C.; BRANDÃO José W. **Valuation empresarial** – avaliação de empresas considerando o risco. Rio de Janeiro: Alta Books, 2018, p. 136.

<sup>164</sup> CORREIA NETO, Jocildo F. C.; BRANDÃO José W. **Valuation empresarial** – avaliação de empresas considerando o risco. Rio de Janeiro: Alta Books, 2018, p. 136.

<sup>165</sup> CORREIA NETO, Jocildo F. C.; BRANDÃO José W. **Valuation empresarial** – avaliação de empresas considerando o risco. Rio de Janeiro: Alta Books, 2018, p. 136.

É possível, no entanto, haver alterações nos fluxos caixa, decorrentes da dinâmica mercadológica e de outros fatores, como a sazonalidade. Correia Neto e Brandão<sup>166</sup> explicam que essas alterações, mesmo se ocorrerem, são tratadas como pontuais, de maneira que os fluxos de caixa tendem a retornar à média, se não houver qualquer modificação estrutural na empresa e/ou no mercado em que ela atua.

Caso a empresa avaliada esteja em fase inicial de operação, não é raro verificar que o fluxo de caixa gerado pode ser negativo. As movimentações financeiras nesse período incipiente da atividade econômica podem ser negativas, em função dos investimentos e das despesas necessárias à entrada em operação da empresa. Ao longo do tempo da atividade empresarial, o fluxo de caixa pode deixar de ser negativo, quando superado o “ponto de equilíbrio”, e a geração de retorno passar a ser positiva. Atingido o fluxo de caixa positivo, este tende a se estabilizar na linha do tempo em determinado momento a partir do qual será possível modelar o fluxo como uma perpetuidade.

As premissas fundamentais do FCD apresentadas anteriormente – relacionadas à taxa de desconto, crescimento dos lucros e reinvestimento – são incorporadas na fórmula do VPFC. A taxa de desconto ( $r$ ) reflete as expectativas de retorno e os riscos associados, enquanto o fluxo de caixa livre ( $FC_t$ ) é diretamente influenciado pelas projeções de crescimento e reinvestimento da empresa. De acordo com o FCD, o valor de qualquer ativo depende do quanto ele pode gerar de retorno (ou caixa) no futuro<sup>167</sup>.

Assim, a aplicação do método FCD para avaliar empresas depende do conhecimento de três principais variáveis: fluxo de caixa projetado, período temporal de análise e taxa de desconto. Apesar de haver outras metodologias de avaliação, Assaf Neto explica que, o método do fluxo de caixa descontado é o que apresenta o maior rigor técnico e conceitual, por isso, o mais adotado na avaliação de empresas<sup>168</sup>.

Embora o FCD seja o mais utilizado em sede de alienação de participações societárias e outras operações no mercado, para se apurar os haveres societários nas hipóteses de dissolução parcial de sociedade, seu uso recebe diversas críticas.

Desaprova-se o uso do critério econômico de avaliação – ao qual está filiado o método do fluxo de caixa descontado – alegando-se ser inadequado para o contexto da apuração de

---

<sup>166</sup> CORREIA NETO, Jocildo F. C.; BRANDÃO José W. **Valuation empresarial** – avaliação de empresas considerando o risco. Rio de Janeiro: Alta Books, 2018, p. 137.

<sup>167</sup> CORREIA NETO, Jocildo F. C.; BRANDÃO José W. **Valuation empresarial** – avaliação de empresas considerando o risco. Rio de Janeiro: Alta Books, 2018, p. 132.

<sup>168</sup> ASSAF NETO, Alexandre A. **Valuation** – métricas de valor e avaliação de empresas. Rio de Janeiro: GEN, 2021 (*ebook*), p. 191.

haveres, pois pode ensejar consequências perniciosas, por exemplo, (i) desestímulo ao cumprimento dos deveres dos sócios minoritários; (ii) incentivo ao exercício do direito de retirada, em prejuízo da estabilidade das empresas, e (iii) enriquecimento indevido do sócio desligado em detrimento daqueles que permanecem na sociedade<sup>169</sup>.

Por outro lado, fala-se que somente por um método de cálculo filiado ao critério econômico, a exemplo do FCD, seria possível capturar o valor de ativos intangíveis, na perspectiva da possibilidade de geração de receitas futuras, quando assim se impuser no caso concreto<sup>170</sup>. Os ativos intangíveis, como marcas e patentes, impactam diretamente a variável FCt (fluxo de caixa projetado no período t), pois esses ativos contribuem para o aumento das receitas, a expansão dos negócios. Ao calcular o valor presente desses fluxos de caixa futuros usando a taxa de desconto (r), o FCD reflete o impacto econômico dos ativos intangíveis, o que, por sua vez, é considerado no pagamento dos haveres do sócio retirante. Isso permite que os ativos intangíveis sejam incluídos na avaliação da participação societária, mesmo que eles não tenham um valor tangível imediato ou registrado em balanço.

Essa metodologia na apuração de haveres é criticada na doutrina, por exemplo, por Fábio Ulhoa Coelho<sup>171</sup>. Segundo tal autor, é irracional tratar de reembolso para sócio desligado por uma avaliação econômica, na medida em que a ele seria assegurado um retorno ao investimento sem correr os riscos correspondentes. Interpreta-se a posição de Fábio Ulhoa Coelho como uma crítica à adoção de critério econômico para avaliar a empresa como um todo na apuração de haveres, o que será contraposto por uma proposta nossa de análise de ativos tomados isoladamente, mais adiante na presente pesquisa.

O método mais empregado para a apuração de haveres societários, nos casos em que um sócio se retira, é excluído, ou falece, é o balanço de determinação. Este método, pertencente à categoria dos critérios patrimoniais, foi o eleito pelo legislador no art. 1.031 do CC/2002 e no art. 606 do CPC/2015, para ser utilizado quando os sócios não tiverem estabelecido, em instrumento societário, método diverso.

---

<sup>169</sup> BRASIL. **Superior Tribunal de Justiça**. Recurso Especial REsp n. 1.877.331/SP, Rel. Min. Nancy Andrighi; Rel. p/ acórdão Min. Ricardo Villas Bôas Cueva, Terceira Turma, j. 13-4-2021, DJe 14-5-2021. Disponível em: [https://scon.stj.jus.br/SCON/GetInteiroTeorDoAcordao?num\\_registro=201902262895&dt\\_publicacao=14/05/2021](https://scon.stj.jus.br/SCON/GetInteiroTeorDoAcordao?num_registro=201902262895&dt_publicacao=14/05/2021). Acesso em: 01 out. 2024.

<sup>170</sup> CAMPINHO, Sérgio; PINTO, Mariana. IAB | II Temas contemporâneos de direito comercial. **Youtube**, 10 abr. 2024. 2h04min06s. Disponível em: [https://www.youtube.com/watch?v=JIZ\\_7bMe8r0](https://www.youtube.com/watch?v=JIZ_7bMe8r0). Acesso em: 12 out. 2024.

<sup>171</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. Apuração de haveres na ação de dissolução de sociedade. *In*: RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; CARAMÊS, Guilherme Bonato Campos. **Direito Empresarial e o CPC/2015**. Belo Horizonte: Fórum, 2018, p. 28.

### 4.3 O método do balanço de determinação: critério legal de apuração de haveres

Em geral, as produções bibliográficas das ciências contábeis e da avaliação de empresas não fazem qualquer referência a um método de cálculo denominado balanço de determinação. Alguns autores, em suas obras sobre *valuation*, versam sobre métodos patrimoniais e métodos econômicos de apuração do valor de empresas, mas a alcunha “balanço de determinação” parece mesmo ter sido forjada na seara jurídica, especificamente no tocante ao método de apuração de haveres previsto em lei para os casos de dissolução parcial de sociedade.

O art. 1.031 do CC/2002 dispõe que, quando a sociedade se dissolve para um sócio, por algum dos motivos legalmente previstos<sup>172</sup>, deve ser realizado um balanço específico para se avaliar o valor da participação societária do sócio retirante.

Segundo o dispositivo, nos casos em que a sociedade se resolver para um sócio, o valor da sua quota “considerada pelo montante efetivamente realizado, liquidar-se-á, salvo disposição contratual em contrário, com base na **situação patrimonial da sociedade**, à data da resolução, verificada em **balanço especialmente levantado**” (grifamos).

O balanço de determinação, conforme se passou a chamar o balanço especialmente referido pelo art. 1.031 do CC/2002, é uma espécie de método que calcula o valor das cotas pelo critério patrimonial<sup>173</sup>. Esse método considera o patrimônio societário como um todo, e não apenas sua dimensão contábil, mas não leva para o cálculo do valor das cotas sociais o potencial de fluxo de caixa futuro da empresa. Conforme se observa na jurisprudência pátria, esse balanço tem sido amplamente adotado pelos magistrados como o método de avaliação mais adequado para apurar haveres, em processos de dissolução parcial de sociedades limitadas.

O critério legal para o cálculo dos haveres é, portanto, patrimonial, obtido pela aplicação do balanço de determinação, que só deve ter lugar na realização da apuração se não houver disposição contratual diversa. Esse critério patrimonial definido em lei tem caráter subsidiário, isto é, só deve ser utilizado se os sócios, em instrumento societário próprio, não tiverem estabelecido outra forma de calcular o valor das cotas. Eventual critério contratual estabelecido para apurar haveres afasta, em regra, a aplicação do critério legal.

<sup>172</sup> São várias as hipóteses legais em que um sócio se desliga da sociedade e tem direito de receber o valor de seus haveres societários, por exemplo, exclusão por falta grave (art. 1.030 do CC/2002), exclusão extrajudicial (art. 1.085 do CC/2002), morte de sócio (art. 1.028 do CC/2002) e liquidação a pedido de ex-cônjuge de sócio (art. 1.027 do CC/2002).

<sup>173</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. Apuração de haveres na ação de dissolução de sociedade. In: RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; CARAMÊS, Guilherme Bonato Campos. **Direito Empresarial e o CPC/2015**. Belo Horizonte: Fórum, 2018, p. 25-26.

Os métodos patrimoniais consideram o patrimônio social (ativo e passivo) existente na data em que o cálculo deva ser realizado. Nesse balanço, os bens do ativo e do passivo serão contabilizados pelo valor de mercado. Basicamente, a avaliação do valor das cotas pelo critério patrimonial considera o que fora construído pela sociedade até a data do desligamento do sócio do quadro societário. É, portanto, um olhar patrimonial para o passado societário, até o presente, sem considerar o potencial de ganhos futuros<sup>174</sup>.

Conforme mencionado, não é comum encontrar bibliografia específica a respeito do balanço de determinação, pois essa nomenclatura, em verdade, não se refere a um método de cálculo de participação societária conhecido desta forma nas ciências contábeis. A pretensão do legislador ao se referir à realização de balanço especial, e a doutrina ao chamá-lo de balanço de determinação, quer significar que o valor das cotas sociais, em hipóteses de dissolução parcial de sociedade, deve ser calculado buscando-se o valor real das cotas, com base na situação patrimonial da sociedade, por meio de balanço a se realizar na data de desligamento do sócio, e não por meio de qualquer outro balanço contábil preexistente.

O entendimento do STJ é exatamente nesse sentido. Há decisões referindo expressamente a alguns parâmetros para elaboração do balanço de determinação. No Recurso Especial n. 1.360.221-SP<sup>175</sup>, consignou-se que a elaboração do balanço de determinação deve atender a dois princípios, nos termos das Normas Brasileiras de Contabilidade (NBC-T-4) do Conselho Federal de Contabilidade (CFC): valor de mercado e valor presente. Consectário lógico, tanto do princípio contábil do valor presente, quanto da finalidade de se apurar o valor patrimonial real da empresa e das quotas do sócio excluído, essa apuração tem por base natural a data do evento (exclusão ou retirada), de forma que alterações patrimoniais posteriores são irrelevantes para o levantamento.

Com base no balanço de determinação e, decorrente do valor nele apurado, calcula-se o montante do patrimônio líquido a valores de mercado que cabe ao sócio dissidente (excluído, ou herdeiros do sócio falecido), em função de sua respectiva participação na sociedade<sup>176</sup>.

Nesse sentido, Perez e Famá definem o balanço de determinação como um balanço patrimonial especial, elaborado para fins judiciais por perito contábil, a partir de balanço

<sup>174</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. Apuração de haveres na ação de dissolução de sociedade. In: RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; CARAMÊS, Guilherme Bonato Campos. **Direito Empresarial e o CPC/2015**. Belo Horizonte: Fórum, 2018, p. 26.

<sup>175</sup> BRASIL. **Superior Tribunal de Justiça**. Recurso Especial n. 1.360.221-SP (2012/0269778-5). Disponível em: <https://www.stj.jus.br/websecstj/cgi/revista/REJ.exe/ITA?seq=1307862&tipo=0&nreg=201202697785&SeqCgrmaSessao=&CodOrgaoJgdr=&dt=20140603&formato=PDF&salvar=false>. Acesso em: 03 out. 2024.

<sup>176</sup> PEREZ, Marcelo M.; FAMÁ, Rubens. Métodos de avaliação de empresas e o balanço de determinação. **Revista Administração em Diálogo**, São Paulo, n. 6, 2004, p. 108.

patrimonial oficial da empresa, que não afeta a sua contabilidade e é utilizado para determinar o montante dos haveres cabível ao sócio dissidente, excluído ou falecido<sup>177</sup>. Ainda conforme os autores, e de acordo com o STJ, dois princípios avaliatórios de ativos e passivos devem nortear os trabalhos da perícia e a elaboração do balanço de determinação<sup>178</sup>: o valor de mercado e o valor presente, conforme definidos na sequência.

*valor de mercado*: é considerado o preço do ativo à vista praticado, deduzido das despesas de realização e da margem de lucro. As avaliações feitas pelo valor de mercado devem ter como base transação mais recente, cotação em bolsa e outras evidências disponíveis e confiáveis.

*valor presente*: é aquele que expressa o montante ajustado em forma do tempo a transcorrer entre as datas da operação e do vencimento, de crédito ou obrigação de financiamento ou de outra transação usual da entidade, mediante dedução dos encargos financeiros respectivos, com base na taxa contratada ou na taxa média de encargos financeiros praticada pelo mercado.

Para o cálculo do balanço de determinação, com o objetivo de atribuir o real valor da empresa objeto da avaliação, na apuração de haveres é necessário atribuir valor para todos os elementos patrimoniais, sejam eles monetários ou não monetários<sup>179</sup>.

*itens monetários*: disponibilidades (saldos em caixa e contas correntes, moeda estrangeira, aplicações financeiras, outros ativos financeiros), créditos, obrigações, provisões. São unidades de moeda mantidas em caixa e ativos e passivos a serem recebidos ou pagos em um número fixo ou determinado de unidades de moeda.

<sup>177</sup> PEREZ, Marcelo M.; FAMÁ, Rubens. Métodos de avaliação de empresas e o balanço de determinação. **Revista Administração em Diálogo**, São Paulo, n. 6, 2004, p. 101-112.

<sup>178</sup> Até o ano de 2010, a Norma Brasileira de Contabilidade (NBC) T – 4 (Resolução n. 732/92) emanada do Conselho Federal de Contabilidade (CFC), abordava sobre a avaliação patrimonial e determinava os parâmetros para elaboração do balanço de determinação. Em razão da convergência das Normas Brasileiras de Contabilidade aos padrões internacionais iniciada em 2008 e concluída em 2010, a NBC T – 4 foi revogada pela Resolução n. 1.283/10 também emitida pelo CFC. Apesar da norma revogada não ter uma correspondente específica, o seu conteúdo foi abrangido pelas normas convergidas durante o processo de convergência. SILVA, Sandro dos Santos; TIBÉRIO, Natália F.; NASCIMENTO, José O.; ZITTEI, Marcus, V. M. Apuração de haveres e as dificuldades do perito contador. **Revista Ensino e Pesquisa em Administração e Engenharia (REPAAE)**, v. 7, n. 2, 2021, p. 8.

<sup>179</sup> SILVA, Sandro dos Santos; TIBÉRIO, Natália F.; NASCIMENTO, José O.; ZITTEI, Marcus, V. M. Apuração de haveres e as dificuldades do perito contador. **Revista Ensino e Pesquisa em Administração e Engenharia (REPAAE)**, v. 7, n. 2, 2021, p. 9.

*itens não monetários*: estoques, investimentos permanentes, imobilizado, ativo diferido, contingências. São itens cuja característica essencial compreende a ausência do direito a receber (ou da obrigação de entregar) um número fixo ou determinável de unidades de moeda.

A partir da realização do balanço contendo os itens indicados acima, do processamento dos cálculos será apurado o valor patrimônio líquido a valores de mercado, que, segundo Perez e Famá<sup>180</sup>, quantifica o capital necessário para se reconstituir a empresa no estado em que se encontra. Em outros termos, o resultado obtido equivale ao valor individual de mercado de seus ativos, deduzido de todas as obrigações passivas, também mensuradas a valor presente e de mercado.

Em linha com a doutrina majoritária de direito empresarial, demonstra-se uma visão geral sobre as qualidades do balanço de determinação, um método de avaliação que utiliza uma “foto” do balanço patrimonial para o cálculo do valor das cotas, considerando apenas o que já foi realizado pela sociedade até a data base para o cálculo. Isso, porém, pode levar a uma interpretação equivocada, qual seja: o balanço de determinação não pode considerar de forma alguma o potencial de benefícios futuros em seu procedimento de cálculo.

Igualmente, apresentam-se as características mais comuns do FCD, e sua fórmula de cálculo, para demonstrar sua aptidão para o cálculo de participações societárias a partir da projeção de fluxos de caixa futuros. Na linha predominante da jurisprudência do STJ, esse método não seria apropriado para a apuração de haveres, sobretudo pelo alto grau de incerteza no cálculo e o risco de enriquecimento sem causa do sócio retirante. Essa ótica a respeito do FCD, amplamente difundida, contudo, pode não ser a única e nem a mais acertada possível para todos os casos.

Por isso, nas seções seguintes, são trazidas algumas críticas e considerações mais aprofundadas sobre o uso do balanço de determinação e FCD, a fim de esclarecer possibilidades de aplicação desses métodos na apuração de haveres de ativos tangíveis e intangíveis. Para tanto, são feitos alguns apontamentos preliminares sobre o ativo intangível denominado *goodwill*, porque a seu respeito percebe-se confusão terminológica e conceitual.

---

<sup>180</sup> PEREZ, Marcelo M.; FAMÁ, Rubens. Métodos de avaliação de empresas e o balanço de determinação. **Revista Administração em Diálogo**, São Paulo, n. 6, 2004, p. 109.

#### 4.4 Considerações sobre o *goodwill*

*Goodwill* é um termo contábil importante a ser analisado nesta pesquisa, pois representa os diferenciais de uma empresa, o que ela pode gerar de valor, e está diretamente relacionado aos ativos intangíveis. Na literatura de finanças e avaliação de empresas, *goodwill* é a diferença positiva entre o valor econômico de uma sociedade e o valor total de seus ativos, mesmo avaliados a valor de mercado. É a mais valia da sociedade, a qual significa que

o valor econômico da sociedade supera o valor individual de todos os ativos e passivos avaliados individualmente e a preços de mercado, em decorrência de atributos intangíveis da sociedade, tais como clientela, *know how*, patentes e equipe já formada, que contribuem para a apuração de lucros acima do normal<sup>181</sup>.

Não raro, invocam-se os termos fundo de comércio ou aviamento para se referir ao *goodwill*, como se fossem sinônimos. Embora não exista consenso na doutrina, discorda-se da posição mencionada. Acredita-se que, na vigência do CC/2002, fundo de comércio deve ser compreendido como o estabelecimento empresarial<sup>182</sup>, isto é, todo complexo de bens organizado, para exercício da empresa, por empresário, ou por sociedade empresária (art. 1.142 do CC/2002). O aviamento, por seu turno, é a aptidão da empresa para produzir lucros, decorrente da qualidade de sua organização<sup>183</sup>, é a mais valia, o que coincide com o conceito apresentado de *goodwill*. Ambos podem ser usados indistintamente, como termos de igual significado.

Há quem considere o *goodwill* o mais importante ativo intangível da sociedade. Há, porém, limitações, ou melhor, dificuldades, como a sua mensuração, identificabilidade e separabilidade. Conforme observam Hendriksen e Van Breda<sup>184</sup>, existem três enfoques principais no que se refere a sua avaliação:

<sup>181</sup> CARÍSSIMO, Cláudio R. **Análise da preferência dos peritos contadores quanto à escolha do método de avaliação de sociedades em perícias de apuração de haveres com base na análise hierárquica (AHP)**. 2014. 190 f. Dissertação (Mestrado em Contabilidade e Controladoria). Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG), Belo Horizonte, 2014, p. 41.

<sup>182</sup> TOMAZETTE, Marlon. **Curso de direito empresarial: teoria geral e direito societário**. v. 1. 15. ed. São Paulo: Saraiva, 2022 (*ebook*), p. 79.

<sup>183</sup> TOMAZETTE, Marlon. **Curso de direito empresarial: teoria geral e direito societário**. v. 1. 15. ed. São Paulo: Saraiva, 2022 (*ebook*), p. 94.

<sup>184</sup> HENDRIKSEN, Eldon S.; BREDÁ, Michael F V. **Teoria da contabilidade**. São Paulo: GEN, 1999, p. 392.

- ✓ *por meio da avaliação de atitudes favoráveis em relação à empresa.*

Os defensores desse enfoque argumentam que o *goodwill* resulta de relações negociais vantajosas, boas relações com funcionários e atitudes favoráveis de clientes. Essas atitudes favoráveis podem ser devidas a localização vantajosa, nome e reputação excelentes, privilégios monopolísticos ou boa gestão. Quando o preço de compra de uma empresa em funcionamento supera a soma dos valores de todos os ativos individuais, exceto *goodwill*, supõe-se que a diferença represente o pagamento por esses atributos intangíveis específicos gerados pelos proprietários anteriores. Esse enfoque pressupõe que esses atributos podem ser enumerados e, em seguida, avaliados independentemente dos ativos tangíveis da empresa. Em outras palavras, o enfoque sugere que os fatores componentes do *goodwill* são tão identificáveis como uma marca, por exemplo.

- ✓ *o valor presente de lucros superiores*

Esse é o enfoque da mensuração de *goodwill* mais comumente encontrado na literatura. É o que pressupõe que o *goodwill* representa o valor presente de lucros futuros esperados (ou pagamentos a proprietários) acima daquilo que poderia ser considerado um retorno normal.

Imagine-se, por exemplo, uma empresa com um valor contábil líquido de R\$ 240 mil. Seu lucro líquido anual é de R\$ 60 mil, o que produz um retorno de 25% sobre o investimento. Se a taxa normal de retorno no mercado for de 10%, um lucro de R\$ 60 mil significa que os ativos totais realmente valem R\$ 600 mil. O excedente de 15% em relação à taxa normal de retorno é atribuível a ativos intangíveis. Em outras palavras, os intangíveis valem R\$ 360 mil e alguns deles podem ser identificáveis. Certos intangíveis, por sua vez, podem ser associados a ativos tangíveis específicos. Parte da defasagem pode ser devida ao fato de que os ativos tangíveis estão subavaliados. O resíduo, após a subtração de todas as causas identificáveis da diferença, é visto como *goodwill*. Se atribuíssemos R\$ 240 mil a ativos intangíveis identificados e ativos tangíveis subavaliados, o *goodwill* seria avaliado em R\$ 120 mil.

Hendriksen e Van Breda<sup>185</sup> explicam que o valor da empresa em sua totalidade, para investidores individuais, só pode ser determinado subjetivamente, por esses investidores, porque depende de suas expectativas quanto a fluxos futuros de caixa, custos de oportunidade

---

<sup>185</sup> HENDRIKSEN, Eldon S.; BRED, Michael F. V. **Teoria da contabilidade**. São Paulo: GEN, 1999, p. 393.

e atitudes pessoais em relação ao risco. Para os autores, portanto, nem a administração, nem os contadores são capazes de dar uma avaliação correta ao *goodwill*.

O investidor também não é capaz de alocar logicamente esse valor total da empresa a ativos tangíveis, intangíveis e *goodwill*. A hipótese de que os ativos tangíveis geram apenas uma taxa “normal”, enquanto outros fatores são responsáveis pela diferença é pura ficção. Os ativos tangíveis podem conter valor em seus usos específicos em função de concorrência imperfeita e variações da demanda pelos produtos, e em decorrência de uso eficiente. Todos os fatores interagem na produção do serviço ou bem final e na geração de pagamentos de dividendos aos acionistas. Ao final, os autores afirmam que qualquer tentativa de alocar uma parcela do valor total de uma empresa com base na capitalização de lucros superiores é, portanto, completamente artificial<sup>186</sup>.

✓ *goodwill como conta geral de avaliação*

Esse enfoque vê o *goodwill* como uma simples conta de fechamento. Todos os ativos possuem valor para a empresa por causa de sua contribuição esperada às séries futuras de lucros e fluxos de caixa da empresa. Aduzem Hendriksen e Van Breda<sup>187</sup> que, o valor da empresa deve ser associado a todos os ativos que produzem essas séries de fluxos de caixa. Se aumentarem as expectativas quanto a fluxos de caixa (por exemplo, após um pagamento adicional por habilidades superiores de gestão), todos os ativos que contribuirão para esse aumento passarão a valer mais.

As contas a receber podem ser avaliadas em termos dos recebimentos esperados descontados; os estoques podem ser avaliados em termos de valor realizável líquido; outros ativos, como terrenos, instalações, equipamentos e patentes também podem ser avaliados a seus valores realizáveis líquidos. Qualquer valor que persista sem ser alocado é registrado como *goodwill*. Quanto mais ativos forem identificados, menor será o resíduo de *goodwill*. No limite, o *goodwill* desaparecerá, sendo substituído por ativos tangíveis e intangíveis identificados. Em suma, Hendriksen e Van Breda<sup>188</sup> asseveram que o *goodwill*, nesta perspectiva, é meramente o valor da empresa que somos incapazes de associar a ativos específicos. Esta é a visão predominante sobre o conceito de *goodwill* e que está mais evidentemente refletida nas normas contábeis adiante expostas.

<sup>186</sup> HENDRIKSEN, Eldon S.; BRED, Michael F. V. **Teoria da contabilidade**. São Paulo: GEN, 1999, p. 393.

<sup>187</sup> HENDRIKSEN, Eldon S.; BRED, Michael F. V. **Teoria da contabilidade**. São Paulo: GEN, 1999, p. 393.

<sup>188</sup> HENDRIKSEN, Eldon S.; BRED, Michael F. V. **Teoria da contabilidade**. São Paulo: GEN, 1999, p. 393.

Atente-se, porém, que nem todo recurso incorpóreo com potencial de geração de benefícios econômicos deve ser tomado como *goodwill*. Nesse sentido, observa a doutrina que “os ativos intangíveis devem ser segregados entre aqueles que satisfazem os requisitos de identificação e são aptos a escrituração contábil e aqueles que não devem ser tratados como ativos intangíveis não identificáveis ou *goodwill*”<sup>189</sup>.

Marcas e patentes, por exemplo, são ativos que têm valor por sua capacidade de gerar receitas e que podem ser licenciados ou vendidos separadamente. Tratam-se, pois, de ativos intangíveis identificáveis os quais podem ser individualmente reconhecidos e avaliados. Esses ativos não integram o *goodwill*, pois eles têm um valor específico que pode ser mensurado isoladamente.

Já o *goodwill* é o valor residual que permanece após a avaliação de todos os ativos tangíveis e intangíveis identificáveis da empresa. De acordo com Perez e Famá, *goodwill* “não está refletido no balanço patrimonial, não sendo depreciable ou amortizável, pertence a empresa como um todo, não existindo separadamente”<sup>190</sup>. Para efeito de cálculo dos haveres, portanto, o *goodwill* se trata de ativo intangível cuja espécie não é identificável na escrituração contábil da empresa.

Feitas essas observações doutrinárias, destaca-se que, o *goodwill*, ou aviamento, pode ter caráter pessoal ou real. Quando a capacidade de geração de lucro for ligada à pessoa de um sócio, não aderindo à empresa, estar-se-á diante de *personal goodwill*. Diversamente, quando a capacidade de geração de lucro decorrer primariamente da organização dos elementos próprios da empresa, ter-se-á o *enterprise goodwill*.

A habilidade, o renome, os conhecimentos e os relacionamentos profissionais e pessoais do sócio que deixa a sociedade, classificados como *personal goodwill*, caracterizam intangíveis que não se transferem a terceiros e que se extinguem para a empresa com a saída ou morte do sócio a que eles aderem. Assim, esses elementos não devem, em regra, ser considerados na apuração de haveres, nem mesmo quando se aplica de qualquer forma uma metodologia econômica de avaliação, como o FCD, pois, em rigor, esses elementos não são ativos da sociedade em si considerada<sup>191</sup>.

<sup>189</sup> VILELA, Renato. **Avaliação para fins de apuração de haveres nas sociedades limitadas**: apreciação de ativos intangíveis. 2023. Tese (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo (USP), São Paulo, 2023, p. 53.

<sup>190</sup> PEREZ, Marcelo M.; FAMÁ, Rubens. Métodos de avaliação de empresas e o balanço de determinação. **Revista Administração em Diálogo**, São Paulo, n. 6, 2004, p. 110-112.

<sup>191</sup> FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França; ADAMEK, Marcelo Vieira Von. **Direito processual societário**: comentários breves ao CPC/2015. 4. ed. São Paulo: JusPodivm, 2024, p. 128.

O *enterprise goodwill*, traduzido no potencial da sociedade para alcançar no mercado um sobrevalor resultante da sinergia do conjunto de seus bens, verificável ao tempo de sua dissolução parcial, poderá ou não ser incluído no cálculo dos haveres a depender das circunstâncias do caso concreto.

É tormentosa a possibilidade de se incluir o *goodwill* na avaliação dos haveres. Entende-se não ser possível fixar uma posição prévia e invariável a respeito, senão pelo exame de cada situação<sup>192</sup>, na qual devem ser apreciadas as particularidades que poderão justificar a decisão em um ou outro sentido.

Em caso concreto julgado pelo TJ-SP<sup>193</sup>, examinado mais adiante, as divergências dos votos dos desembargadores giram em torno da inclusão do valor da carteira de clientes na apuração das cotas do sócio retirante, e eventual método para o seu cálculo.

#### 4.5 Crítica à visão binária sobre o uso do balanço de determinação ou do fluxo de caixa descontado

O art. 1.031 do CC/2002, que trata de liquidação da quota social nas hipóteses em que a sociedade se resolver em relação a um sócio, tem nítida inspiração no art. 2.289 do Código Civil italiano, o qual aqui se reproduz:

*Art. 2289 - Liquidazione della quota*

*§1. Il socio che recede o che è escluso ha diritto alla liquidazione della quota in base alla situazione patrimoniale della società nel giorno in cui si verifica lo scioglimento del rapporto.*

*§2. Salvo che sia diversamente disposto dal contratto sociale, la liquidazione deve farsi in denaro.*

*§3. Tuttavia, se trattasi di società contratta a tempo indeterminato o per tutta la vita di uno dei soci, la liquidazione della quota può essere eseguita in rate, entro un periodo massimo di cinque anni dal giorno in cui si è verificato lo scioglimento del rapporto.*

*§4. Il valore della quota deve essere determinato tenendo conto del suo valore di mercato nel giorno in cui si verifica lo scioglimento del rapporto.*

Esse artigo do Código Civil italiano regula a situação em que um sócio decide sair ou é excluído de uma sociedade, abordando especificamente como deve ser feita a liquidação de sua participação (quota) societária.

<sup>192</sup> Na seção 4.5, exemplifica-se situação em que o *goodwill* foi incluído na apuração de haveres, e a polêmica sobre a forma de seu cálculo, a partir de um caso concreto julgado pelo TJ-SP.

<sup>193</sup> Na seção 4.5 é trazido o detalhamento do Agravo de Instrumento n. 2092878-07.2023.8.26.0000, da Comarca de São Paulo, em que são agravantes RODRIGO CARVALHO LALLI e SAX LOGISTICA DE SHOWS E EVENTOS LTDA, é agravado SOS GLOBAL EXPRESS LIMITED. Rel. Des. Cesar Ciampolini. Disponível em: <https://esaj.tjsp.jus.br/cjsg/getArquivo.do?cdAcordao=17610757&cdForo=0>. Acesso em: 12 out. 2024.

Em seu § 1º, o artigo aborda o direito à liquidação da quota social, garantindo ao sócio que se retira ou é excluído da sociedade o direito de receber o valor correspondente à sua participação, calculado com base na situação patrimonial da sociedade na data em que ocorre a dissolução do vínculo.

Sobre a forma de liquidação da quota, dispõe o § 2º que, regra geral, essa liquidação deve ser feita em dinheiro, salvo disposição contrária no contrato social. O propósito deste comando legal visa proteger o direito patrimonial societário do sócio retirante, garantindo-lhe uma compensação líquida e imediata.

O § 3º permite que, em sociedades constituídas por prazo indeterminado ou por toda a vida de um dos sócios, o pagamento da quota possa ser realizado em parcelas, em até 5 anos, a partir da data de dissolução do vínculo. Essa disposição oferece flexibilidade financeira à sociedade, evitando desembolsos imediatos, o que pode ser extremamente importante para as finanças da sociedade, já que eventual pagamento à vista pode comprometer o adimplemento de outras obrigações assumidas previamente e, em última instância, pode colocar em risco a própria continuidade da atividade empresarial.

O § 4º, por fim, determina que o valor da quota deve ser calculado com base no seu valor de mercado na data de dissolução do vínculo. Isso busca garantir que o sócio receba uma compensação justa, refletindo o valor real de sua participação na empresa.

Como se nota, o art. 2.289 do diploma civil italiano busca equilibrar os direitos do sócio retirante ou excluído com a estabilidade financeira da sociedade, regulando a forma e o prazo de liquidação da participação societária de maneira a proteger os interesses de ambas as partes.

O artigo, no entanto, assevera apenas que o valor da participação societária deve ser calculado com base na situação patrimonial da sociedade, fundada no seu valor de mercado, sem especificar o método de cálculo de apuração de haveres a ser utilizado para essa finalidade.

Assim, tanto na prática jurídica societária italiana quanto na brasileira, os desafios são semelhantes no que se refere a determinar o método de apuração de haveres mais adequado. Em verdade, a complexidade das atividades econômicas, que podem envolver uma ampla gama de ativos, desafia a atividade jurisdicional na fixação de um método de cálculo dos haveres para solucionar a demanda apresentada.

A diferença notável entre os ordenamentos italiano e brasileiro é que parte da doutrina e jurisprudência nacional repele a aplicação do critério econômico e opina pelo descabimento da inclusão do *goodwill* no balanço de determinação, sobretudo em razão desse ativo não ser identificável na contabilidade. Diversamente, no direito italiano, cujo art. 2.289 serviu de base para a edição do art. 1.031 do CC/2002, prevalece opinião oposta: não é porque o balanço é de

determinação que se possa desprezar ativos intangíveis internos e autogerados que ordinariamente não aparecem no balanço; ao contrário, é preciso adotar critérios menos rígidos do que aqueles, prudenciais, adotados para se elaborar o balanço ordinário do exercício, que tenham em conta, outrossim, o valor do aviamento e das operações em curso<sup>194195</sup>.

A própria interpretação dos dispositivos legais que tratam, no ordenamento jurídico brasileiro, dos critérios para apuração de haveres é complexa. Embora já se tenham produzido muitas decisões judiciais com o norte interpretativo do art. 1.031 do CC/2002, a jurisprudência é vacilante. Além disso, o CPC/2015 traz expressões legais com vagueza semântica<sup>196</sup>.

É o caso do art. 606 do CPC/2015, ao dispor que, na omissão do contrato social, o juiz deverá fixar para a apuração dos haveres “o valor patrimonial apurado em balanço de determinação, tomando-se por referência a data da resolução e avaliando-se bens e direitos do ativo, tangíveis e intangíveis, a preço de saída, além do passivo também a ser apurado de igual forma”.

Há quem sustente que o art. 606 do CPC/2015 revogou o art. 1.031 do CC/2002. Sérgio Campinho<sup>197</sup>, porém, cuja posição essa tese se filia, entende que ambos convivem harmonicamente, pois o dispositivo do CPC/2015 nada mais faz do que explicitar certos elementos de exegese já existente no CC/2002.

O dispositivo, porém, suscita interpretações variadas, causando celeuma<sup>198</sup> entre os aplicadores do direito, ao mesmo tempo em que parece corroborar com a falta de segurança jurídica para as partes que precisam decidir os valores das quotas em juízo. Nesse contexto, uma questão precisa ser respondida: Como parece indicar o art. 606 do CPC/2015, num primeiro momento, o método legal do balanço determinação seria capaz de apurar pelo critério patrimonial o valor dos ativos tangíveis e intangíveis a preço de saída, afastando, em tese, a

<sup>194</sup> PETRAZZINI, Barbara. Lineamenti di diritto commerciale (coord.). Gaston Cottino. 3. ed. Torino: Zanichelli, 2022, p. 259 *apud* FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França; ADAMEK, Marcelo Vieira Von. **Direito processual societário**: comentários breves ao CPC/2015. 4. ed. São Paulo: JusPodivm, 2024, p. 124.

<sup>195</sup> Concorde-se com a inspiração italiana para a elaboração dessa crítica apresentada à interpretação amplamente difundida entre operadores do direito brasileiro. Será dada sequência com esse viés crítico para tratar, na próxima seção, da relevância da especificidade dos ativos na definição do método de cálculo na apuração de haveres.

<sup>196</sup> FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França; ADAMEK, Marcelo Vieira Von. **Direito processual societário**: comentários breves ao CPC/2015. 4. ed. São Paulo: JusPodivm, 2024, p. 117-118.

<sup>197</sup> CAMPINHO, Sérgio. **A sociedade limitada na perspectiva de sua dissolução**. 3. ed. Rio de Janeiro: Saraiva Jur, 2024 (*ebook*), p. 241.

<sup>198</sup> A imposição de um critério supletivo único de avaliação, ao mesmo tempo em que prestigia a previsibilidade, apresenta o inconveniente de tratar as sociedades como uma só realidade, desconsiderando que, a depender da atividade desenvolvida, poderá o mesmo se mostrar iníquo [...] “a preço de saída” (expressão essa que também não é unívoca). FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França; ADAMEK, Marcelo Vieira Von. **Direito processual societário**: comentários breves ao CPC/2015. 4. ed. São Paulo: JusPodivm, 2024, p. 117-118.

aplicação adicional de todo e qualquer outro método de cálculo, na hipótese de uma disputa societária por haveres?

A resposta mais adequada, ao que parece<sup>199</sup>, é negativa, pois não seria crível cogitar da universalização de um único método suficiente, de *per si*, para tratar dos haveres de toda sorte de atividades econômicas e ativos possíveis. Contudo, encontra-se com facilidade na jurisprudência do STJ e dos tribunais estaduais decisões que desconsideram a possibilidade de outro critério distinto do legal.

No Recurso Especial n. 1.887.331/SP, Rel. p/ acórdão Min. Ricardo Villas Bôas Cueva, e julgado por maioria pelos integrantes da Terceira Turma em 13-04-2021, o relator expressamente exclui a aplicação conjunta do balanço de determinação e do fluxo de caixa descontado. Neste acórdão, o Ministro Cueva destacou que o legislador, ao eleger o balanço de determinação como critério legal, excluiu a possibilidade de aplicar o método do fluxo de caixa descontado.

Todavia, nessa pesquisa critica-se essa ideia, não raramente ventilada de, *a priori*, somente se poder aplicar exclusivamente um ou outro método de cálculo dos haveres. Esta proposição, inclusive já defendida pelo STJ, pode não ser acertada em certas situações. Questiona-se, por exemplo: Como fazer o balanço de determinação, a fim de buscar o valor real das cotas, quando se for considerar no caso concreto o cálculo do valor de intangíveis cuja expressão econômica se apresenta em potencial de lucros futuros? De duas, uma: ou não se deve considerar esse tipo de ativo na apuração de haveres (o que violaria o teor do art. 606 do CPC/2015), ou não está o balanço de determinação restrito exclusivamente ao critério patrimonial para realizar o cálculo de todos os possíveis ativos envolvidos na avaliação.

De acordo com análise das peculiaridades do balanço de determinação, este método de cálculo aparentemente não se presta expressamente a analisar ativos intangíveis cujos valores não estejam identificados na escrituração contábil. Em verdade, há muitas dúvidas, e escassez de doutrina, sobre como é a engenharia de cálculo e os parâmetros do método balanço de determinação. Para o cálculo de ativos intangíveis, o método mais utilizado no mercado é o fluxo de caixa descontado. Este é o método mais encontrado, e o mais indicado na literatura sobre *valuation*<sup>200</sup> para o caso de ativos intangíveis<sup>201</sup>.

<sup>199</sup> Na seção 4.6 dessa tese discute-se detalhadamente a possível conjugação de mais de um método de cálculo para apuração de haveres no caso concreto.

<sup>200</sup> Por todos: DAMODARAN, Aswath. **Damodaran on valuation**: security analysis for investment and corporate finance. 2. ed. EUA: Wiley Finance, 2006.

<sup>201</sup> Pretende-se explicitar com mais detalhes, na próxima seção, a melhor aplicabilidade dos métodos do balanço de determinação e o fluxo de caixa descontado, para ativos tangíveis e ativos intangíveis, respectivamente.

Nesta pesquisa, propõe-se a análise da viabilidade do uso de ambos os métodos de apuração de haveres, balanço de determinação e fluxo de caixa descontado, de forma conjugada, a depender das circunstâncias da situação concreta, cada um deles podendo ser aplicado em certa categoria de ativos, individualmente considerados, para o qual tiver maior adequação.

Não consideramos apropriado afirmar que a aplicação do método do fluxo de caixa descontado está sendo afastada, de forma absoluta, pelo critério legal (balanço de determinação). Isto, pois, o próprio art. 606 do CPC/2015 explicitamente dispõe que precisam ser considerados o valor dos intangíveis a preço de saída na apuração de haveres. Esta, aliás, já era uma crítica interpretativa que se deveria fazer sobre o teor legal do art. 1.031 do CC/2002, porque, repise-se, o CPC/2015 nada mais faz do que explicitar certos elementos de exegese já presentes naquele comando do CC/2002.

Se, por um lado, o tema da apuração de haveres precisa ser tratado com rigor técnico e acadêmico, por outro lado, é assunto que necessita ser apreciado, caso a caso, com as lentes do pragmatismo, considerando os desafios da prática jurídica inerente ao tema.

Há, basicamente, conforme a doutrina empresarialista<sup>202</sup>, três critérios para se apurar haveres, citados de forma esparsa ao longo deste estudo, mas que, neste ponto, precisam ser compilados, para uma crítica contextualizada.

O primeiro desses critérios, valor patrimonial contábil, tem como documento de suporte o balanço patrimonial contábil que reflete valores históricos, distantes de uma realidade de mercado. O uso desse critério é rechaçado no âmbito da apuração de haveres, por não ser capaz de retratar o valor real da participação societária, em razão de sua metodologia ser baseada em valores contábeis históricos que não refletem o valor atual dos ativos<sup>203</sup>.

O segundo critério se trata do valor patrimonial real, o qual tem como suporte para a sua elaboração outro método, qual seja, o balanço especial de determinação, balanço referido pelo CC/2002 e pelo CPC/2025. Este balanço de determinação não é meramente uma peça contábil elaborada periodicamente na dinâmica da atividade empresarial. Na realidade, trata-se de documento especialmente produzido nesse contexto da vida societária, levantado quando ocorre o rompimento do vínculo societário, para se determinar, à luz do valor patrimonial real, qual o valor das cotas sociais<sup>204</sup>. Neste caso, não se está diante de peça contábil rotineira, mas de uma

---

<sup>202</sup> CAMPINHO, Sérgio; PINTO, Mariana. IAB | II Temas contemporâneos de direito comercial. **Youtube**, 10 abr. 2024. 2h04min06s. Disponível em: [https://www.youtube.com/watch?v=JIZ\\_7bMe8r0](https://www.youtube.com/watch?v=JIZ_7bMe8r0). Acesso em: 12 out. 2024.

<sup>203</sup> PEREZ, Marcelo M.; FAMÁ, Rubens. Métodos de avaliação de empresas e o balanço de determinação. **Revista Administração em Diálogo**, São Paulo, n. 6, 2004, p. 104.

<sup>204</sup> CAMPINHO, Sérgio; PINTO, Mariana. IAB | II Temas contemporâneos de direito comercial. **Youtube**, 10 abr. 2024. 2h04min06s. Disponível em: [https://www.youtube.com/watch?v=JIZ\\_7bMe8r0](https://www.youtube.com/watch?v=JIZ_7bMe8r0). Acesso em: 12 out. 2024.

peça que é elaborada neste momento, tendo em mira sempre os valores efetivos, reais e de mercado de cada um dos ativos que compõem o valor do patrimônio social, e de cada um dos seus passivos. Revisita-se cada ativo e passivo, cada linha do acervo patrimonial para se buscar o valor efetivo de mercado de cada ativo.

O terceiro critério é o do valor econômico, que se concretiza, mais comumente, pela apuração pelo método do fluxo de caixa descontado. Através deste método, são projetadas entradas e saídas de caixa, em certo tempo, e trazidas a valor presente, aplicando-se uma taxa de desconto. São comuns o debate e as polêmicas sobre os pontos de atenção desse método de cálculo. Dentre as questões mais comuns, mencionam-se: O que é entrada e saída de caixa? Por quanto tempo se projeta, 5, 10, 15 anos, perpetuidade? Qual taxa de desconto deve ser aplicada? Há uma taxa de desconto adequada para determinada atividade empresarial? Essas e outras discussões giram em torno de se e como utilizar o método do fluxo de caixa descontado na apuração de haveres societários.

O que não se verifica com frequência no debate prático e acadêmico diz respeito aos pontos críticos do critério supletivo legal, que é o valor patrimonial real, alcançado pelo método do balanço de determinação. Não há dúvidas de que no silêncio das partes ele é o mais adequado método de apuração de haveres, e que deve ser aplicado, supletivamente, conforme os arts. 1.031 do CC/2002 e 606 do CPC/2015. Ocorre que, a própria realização do balanço de determinação também apresenta fissuras e desafios, mas que não têm sido alvo de amplo debate e produção bibliográfica a respeito.

A doutrina parece ter dado pouca atenção à discussão sobre a possível combinação do balanço de determinação, no caso concreto, com o fluxo de caixa descontado. A seguir, observa-se que o debate sobre a exclusividade de usar um ou outro método de cálculo deve ser expandido, tendo como eixo de análise a especificidade dos ativos presentes na apuração de haveres concretamente considerada.

#### **4.6 A relevância da especificidade dos ativos na definição dos métodos de cálculo mais adequados ao caso concreto**

O teor legal do art. 606 do CPC/2015 impõe a necessidade da apreciação do valor de ativos e passivos para apuração de haveres. O dispositivo adota expressamente como critério o valor patrimonial, apurado em balanço de determinação, ao mesmo tempo que ordena sejam avaliados os ativos tangíveis e intangíveis a preço de saída.

Sob a perspectiva de análise desta tese, primeiramente, importa situar o próprio conceito de ativo. Considerando ser um termo técnico contábil, deve-se consultar o Pronunciamento Contábil n. 00<sup>205</sup>, segundo o qual, ativos sujeitos a avaliação são recursos, sob o controle da sociedade, em relação aos quais ela tem o direito de explorar benefícios econômicos<sup>206</sup>.

O elemento recurso econômico se concretiza na faculdade que a sociedade tem de explorar certos recursos com potencial de gerar benefícios econômicos, os quais podem decorrer da exploração de bens corpóreos (máquinas e imóveis) ou incorpóreos (marca ou *know how*<sup>207</sup>, direitos de receber caixa ou de receber produtos e serviços).

Independentemente da natureza, corpóreo ou incorpóreo, “a entidade controla um recurso econômico se ela tem a capacidade presente de direcionar o uso do recurso econômico e obter os benefícios econômicos que podem fluir dele”<sup>208</sup>. O reconhecimento da existência de um ativo depende da capacidade da sociedade em direcionar o uso de recurso com potencial de gerar benefícios econômicos<sup>209</sup>.

Consigne-se que, não obstante o valor do recurso econômico decorra do seu potencial atual de produzir benefícios econômicos futuros, o recurso econômico é o direito presente que contém esse potencial e, não, os benefícios econômicos futuros que podem ser produzidos pelo direito. A esse respeito, o exemplo trazido pelo item 4.17 do Pronunciamento Contábil 00:

o valor da opção comprada decorre de seu potencial de produzir benefícios econômicos por meio do exercício da opção em data futura. Contudo, o recurso econômico é o direito presente – o direito de exercer a opção em data futura. O recurso econômico não é o benefício econômico futuro que o titular receberá se a opção for exercida<sup>210</sup>.

<sup>205</sup> COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS (CPC). Pronunciamento Técnico CPC 00 (R2) – Estrutura Conceitual para Relatório Financeiro, 2019.

<sup>206</sup> Conforme Item 49 do Pronunciamento Contábil 00: Nem todos os direitos da entidade são ativos dessa entidade – para serem ativos da entidade, os direitos devem ter tanto o potencial de produzir para a entidade benefícios econômicos além daqueles disponíveis para todas as outras partes (ver itens de 4.14 a 4.18) como serem controlados pela entidade (ver itens de 4.19 a 4.25). Por exemplo, direitos disponíveis para todas as partes sem custo significativo – como direitos de acesso a bens públicos, tais como direitos públicos de passagem, ou *know-how* que seja de domínio público – normalmente não são ativos para as entidades que os detêm

<sup>207</sup> Considera-se bem incorpóreo o *know-how*, que se consubstancia em conhecimento técnico e específico voltado a um processo produtivo de bens e serviços, e que, embora não passível de ser patenteado no Instituto Nacional de Propriedade Industrial (INPI), pode valer como bem para a contribuição ao capital social. OLIVEIRA, Maurício A. A função econômica do capital social nas sociedades limitadas. In: PINHEIRO, Armando Castelar; PORTO, Antônio José Maristrello; SAMPAIO, Patrícia Regina Pinheiro (coord.). **Tópicos em direito e economia**. Rio de Janeiro: FGV Direito Rio, 2021, p. 21.

<sup>208</sup> Item 4.14 do Pronunciamento Contábil n. 00.

<sup>209</sup> VILELA, Renato. **Avaliação para fins de apuração de haveres nas sociedades limitadas**: apreciação de ativos intangíveis. Tese (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo (USP), São Paulo, 2023, p. 29.

<sup>210</sup> COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS (CPC). Pronunciamento Técnico CPC 00 (R2) – Estrutura Conceitual para Relatório Financeiro, 2019.

A doutrina ensina que os ativos tangíveis são representados pelos bens corpóreos, aqueles que podem ser tocados, como um terreno, o tecido, ou o ouro, por exemplo. Ocupam lugar no espaço. E os intangíveis são representados pelos incorpóreos, os que não se pode tocar, como os direitos. Entre os elementos incorpóreos estão os bens imateriais que representam valores econômicos, tanto no campo das invenções, como no da exploração da atividade econômica (sinais distintivos da empresa, direito ao ponto comercial e à clientela)<sup>211</sup>.

Expostos esses conceitos iniciais, retorna-se ao art. 606 do CC/2002. Contida no referido preceito legal, a expressão “a preço de saída” refere-se à técnica contábil, então, a sua adequada compreensão atrai a incidência das regras do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) do Conselho Federal de Contabilidade.

O conceito de preço de saída, ou valor justo, é considerado pelo Pronunciamento 46 como o preço que seria recebido pela venda de um ativo ou pago pela transferência de um passivo em uma transação não forçada no mercado principal (ou mais vantajoso) na data de mensuração nas condições atuais de mercado<sup>212</sup>.

Para mensurar o valor justo, dispõe o Pronunciamento que: i. a empresa deve utilizar técnicas de avaliação apropriadas nas circunstâncias e para as quais haja dados suficientes disponíveis, maximizando o uso de dados observáveis relevantes e minimizando o uso de dados não observáveis; ii. o objetivo de utilizar uma técnica de avaliação é estimar o preço pelo qual uma transação não forçada para a venda do ativo ou para a transferência do passivo ocorreria entre participantes do mercado na data de mensuração nas condições atuais de mercado.

São três as técnicas de avaliação amplamente utilizadas, conforme o Pronunciamento 46: (i) abordagem de mercado<sup>213</sup>, que utiliza preços e outras informações relevantes geradas por transações de mercado envolvendo ativos, passivos ou grupo de ativos e passivos – por exemplo, um negócio – idêntico ou comparável (ou seja, similar); (ii) abordagem de custo<sup>214</sup>,

---

<sup>211</sup> SANTOS, Ana Claudia Karam Abdallah dos. **A tutela jurídica do capital intelectual nas sociedades empresárias**. Tese (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo (USP), São Paulo, 2009, p. 45.

<sup>212</sup> COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. **CPC 46 – Mensuração do Valor Justo**. Data Aprovação: 07/12/2012. Data Divulgação: 20/12/2012. IASB: IFRS 13. Disponível em: <https://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=78>. Acesso em: 08 out. 2024.

<sup>213</sup> Por exemplo, técnicas de avaliação consistentes com a abordagem de mercado frequentemente usam múltiplos de mercado obtidos a partir de um conjunto de elementos de comparação. Os múltiplos devem estar em faixas, com um múltiplo diferente para cada elemento de comparação. A escolha do múltiplo apropriado dentro da faixa exige julgamento, considerando-se fatores qualitativos e quantitativos específicos da mensuração. Conforme o item B6 do Pronunciamento 46.

<sup>214</sup> Do ponto de vista de vendedor participante do mercado, o preço que seria recebido pelo ativo baseia-se no custo para um comprador participante do mercado adquirir ou construir um ativo substituto de utilidade comparável, ajustado para refletir a obsolescência (Conforme o item B9 do Pronunciamento 46).

que reflete o valor necessário atualmente para substituir a capacidade de serviço de ativo (normalmente referido como custo de substituição/reposição atual); e (iii) abordagem de receita, que converte valores futuros (por exemplo, fluxos de caixa ou receitas e despesas) em um valor único atual (ou seja, descontado). Quando a abordagem de receita é utilizada, a mensuração do valor justo reflete as expectativas de mercado atuais em relação a esses valores futuros.

À entidade avaliada devem ser aplicadas técnicas de avaliação consistentes com uma ou mais dessas abordagens para mensurar o valor justo, nos termos do Pronunciamento 46, o que dependerá do tipo e do perfil dos ativos envolvidos na avaliação.

Para a avaliação de ativos tangíveis deve-se aferir, conforme o perfil do ativo, qual é a técnica de avaliação adequada para se realizar o cálculo. Se for viável contar com informações fidedignas sobre as transações que servem de paradigma para o ativo em questão (v.g a tabela FIPE para os automóveis), a técnica da abordagem de mercado fornece um modo racional, objetivo e direto para obter o valor do ativo.

A apuração do valor de um ativo como esse, pela abordagem de mercado, pode ser realizada pelo balanço de determinação. Segundo a fórmula de cálculo apresentada na seção 4.3.1, o valor da empresa obtido pelo balanço de determinação equivale ao valor individual de mercado de seus ativos, deduzido de todas as obrigações passivas, também mensuradas a valor presente e de mercado<sup>215</sup>. Assim, o balanço de determinação irá capturar o valor que esses ativos tangíveis poderiam gerar em uma possível situação de liquidação da empresa, o que está de acordo com a orientação do STJ de que a apuração de haveres deve proceder na dissolução parcial simulando-se uma dissolução total (ficta).

Nesse cenário, pode ser que, para um ativo tangível de perfil *sui generis*, sem informações fidedignas sobre transações com objeto e condições de mercado semelhantes, a abordagem de receita seja a adequada para a avaliação. O método de cálculo mais comum para a avaliação sob essa abordagem é o fluxo de caixa descontado. Por exemplo, pode estar sujeito a esse tipo de avaliação um maquinário que não pode ser usado em empresa diferente do mesmo ramo, portanto, não sujeita à transação de mercado e, ainda, protegida sob sigilo industrial, de maneira que seu valor de substituição não pode ser estimado por especialista da área<sup>216</sup>.

---

<sup>215</sup> PEREZ, Marcelo M.; FAMÁ, Rubens. Métodos de avaliação de empresas e o balanço de determinação. **Revista Administração em Diálogo**, São Paulo, n. 6, 2004, p. 109.

<sup>216</sup> VILELA, Renato. **Avaliação para fins de apuração de haveres nas sociedades limitadas**: apreciação de ativos intangíveis. Tese (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo (USP), São Paulo, 2023, p. 38.

Neste caso, observa-se a necessidade de aplicação subsidiária da abordagem de receita, pelo FCD, para se obter o preço de saída do ativo, na medida em que não teria cabimento outra abordagem apropriada devido à especificidade do ativo tangível submetido à avaliação.

Isso pode ocorrer em um caso de apuração de haveres de cotas sociais conduzido pelo balanço de determinação, no qual, de forma predominante, se está buscando o valor justo, de mercado, pelo critério patrimonial – como quer a lei, a exemplo do automóvel – mas no contexto do qual existem ativos que só podem ser avaliados por um critério de receita, econômico, como no caso do maquinário *sui generis*, aplicando-se exclusivamente neste ativo o FCD.

O balanço de determinação é um procedimento de apuração dos haveres que calcula o valor das cotas sociais por um critério patrimonial, como expressa a lei, que não autoriza a avaliação global da empresa, e a respectiva cota parte do sócio retirante, seja conduzida por métodos econômicos, com base em expectativa de rentabilidade futura e sob critério de continuidade e perenidade<sup>217</sup>.

Ocorre que, o próprio regime jurídico atual<sup>218</sup> para apuração de haveres dispõe que os ativos e passivos sejam avaliados a preço de saída (mercado), não havendo impedimento ou incoerência para que certos e específicos ativos sejam avaliados por métodos econômicos com foco em receita. Essa tese propõe a compreensão de que, há tempos, a jurisprudência do STJ veda, na realidade, a avaliação da empresa como um todo pelo critério econômico. Nada impede que certos e específicos ativos sejam avaliados pelo critério da receita.

Destacam-se, nesse cenário, duas perspectivas de avaliação diferentes que não raro são referidas de igual forma pela doutrina e pela jurisprudência. Conforme observa Vilela, uma coisa é avaliar a sociedade em continuidade, e a valor de mercado, para aferir a projeção de rentabilidade futura da exploração organizada de seus ativos e passivos, outra, é avaliar os ativos que compõem o patrimônio da sociedade, individualmente, a valor de mercado:

É correto afirmar que a avaliação para fins de apuração de haveres não pode ser conduzida por avaliação econômica da sociedade. Porém, é incorreto afirmar que o preço de mercado dos ativos sob avaliação, individualmente considerados, não possa ser obtido por avaliações econômicas<sup>219</sup>.

---

<sup>217</sup> VILELA, Renato. **Avaliação para fins de apuração de haveres nas sociedades limitadas**: apreciação de ativos intangíveis. Tese (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo (USP), São Paulo, 2023, p. 140.

<sup>218</sup> Conforme se observa no art. 606 do CPC/2015.

<sup>219</sup> VILELA, Renato. **Avaliação para fins de apuração de haveres nas sociedades limitadas**: apreciação de ativos intangíveis. Tese (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo (USP), São Paulo, 2023, p. 141.

O balanço de determinação<sup>220</sup>, frise-se, se refere à nomenclatura atribuída pela lei ao procedimento de apuração de haveres, de caráter predominantemente patrimonial, mas que não encontra correspondência direta na terminologia utilizada no campo das finanças e das ciências contábeis<sup>221</sup>.

Reafirma-se que, o campo de abrangência do balanço de determinação não está restrito aos limites do balanço patrimonial ordinário<sup>222</sup>, mas atende, na realidade, a um fim estritamente avaliativo de participação societária, para determinar o valor de ativos, tangíveis e intangíveis, e passivos, a preço de saída, na apuração de haveres. O teor do art. 606 do CPC/2015 confirmou a obrigatoriedade de os ativos intangíveis também integrarem a avaliação, o que já era confirmado pela doutrina:

[...] uma das questões mais discutidas disse respeito aos intangíveis da companhia, como marcas, patentes, direitos autorais ou tecnologia protegida por segredo empresarial. Na dissolução parcial de sociedade limitada, hoje, não há mais dúvidas quanto à obrigatoriedade de o balanço de determinação contemplar esse elemento do ativo avaliado a preço de mercado, em vista do art. 606 do CPC<sup>223</sup>.

A forma de obtenção do valor de mercado, ou preço de saída, para os ativos intangíveis que podem estar, ou não, presentes na escrituração contábil, porém, não está pacificada.

Para o Pronunciamento Contábil 04, ativo intangível é um ativo não monetário identificável sem substância física<sup>224</sup>. A definição de ativo intangível requer que ele seja identificável (na escrituração contábil), para diferenciá-lo do ágio derivado da expectativa de rentabilidade futura (*goodwill*).

O *goodwill* é um ativo que pode advir da sinergia entre os ativos identificáveis adquiridos ou de ativos que, individualmente, não se qualificam para reconhecimento em separado nas demonstrações contábeis. Um ativo satisfaz o critério de identificação quando for

<sup>220</sup> O balanço de determinação não se confunde com o balanço patrimonial ordinário, que é restrito à descrição do patrimônio da sociedade com base no valor de custo de aquisição.

<sup>221</sup> Em certos casos, ocorre determinação judicial para que os haveres sejam apurados pelo balanço de determinação, mas, na prática, certos itens que compõem o ativo são avaliados por técnicas que consideram a receita (e não patrimônio) – as partes envolvidas e o órgão decisório desconhecem a conduta.

<sup>222</sup> O balanço patrimonial é um dos demonstrativos que ajudam a entender a contabilidade. Representa a posição financeira de uma empresa em uma data específica, partindo da premissa contábil que recursos disponíveis = a recursos fornecidos [...] A esses recursos disponíveis chamamos tecnicamente de ativo. CHING, Hong Y.; MARQUES, Fernando; PRADO, Lucilene. **Contabilidade e finanças para não especialistas**. São Paulo: Prentice Hall, 2003, p. 42-43.

<sup>223</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. Art. 264. In: COELHO, Fábio Ulhoa (coord.); FRAZÃO, Ana; MENEZES, Mauricio Moreira; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; CAMPINHO, Sérgio. **Lei das Sociedades Anônimas Comentada**. Rio de Janeiro: Forense, 2021, p. 1.423.

<sup>224</sup> COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS (CPC). Pronunciamento Técnico CPC 04 (R1) – Ativo Intangível, 2010.

separável, ou seja, puder ser separado da entidade e vendido, transferido, licenciado, alugado ou trocado, individualmente ou junto com um contrato<sup>225</sup>.

Esses conceitos são relevantes, pois o mesmo ativo em circunstâncias concretas distintas pode ser considerado ativo intangível identificável ou como *goodwill*. Será classificado como ativo intangível identificável, se for considerado separável, ou seja, negociado individualmente. Por outro lado, o mesmo ativo poderá ser classificado como não separável, porque inegociável individualmente, considerado, então, como *goodwill*.

Como exemplo, imagine-se uma sociedade possuidora de certa carteira de clientes<sup>226</sup>. Trata-se de recurso sem substância física e com potencial benefício econômico. Sem proteção contratual e baseada apenas na expectativa de fidelização por esforços empreendidos, a carteira de clientes será um recurso econômico que não atende ao requisito de identificação e, por consequência, tratado como *goodwill*. Mas, se for protegida por um direito de exclusividade, previsto contratualmente, estará preenchido o requisito de identificação, por resultar de direitos contratuais, de maneira que o recurso poderá ser reconhecido como um ativo intangível.

Nesse sentido, sobre o conceito de *goodwill*, importa realçar o Pronunciamento Contábil 04:

A definição de ativo intangível requer que ele seja identificável, para diferenciá-lo do ágio derivado da expectativa de rentabilidade futura (*goodwill*). O ágio derivado da expectativa de rentabilidade futura (*goodwill*) reconhecido em uma combinação de negócios é um ativo que representa benefícios econômicos futuros gerados por outros ativos adquiridos em uma combinação de negócios, que não são identificados individualmente e reconhecidos separadamente<sup>227</sup>.

Isso terá implicação na apuração de haveres. Se, por um lado, é pacífico que os ativos intangíveis de forma geral devem integrar a apuração de haveres, por outro, pairam dúvidas quanto à forma de se calcular esses ativos (balanço de determinação, FCD, ou outro método).

Em relação ao *goodwill*, a incerteza vai além da definição de método de cálculo possivelmente aplicável. Embora não identificável na escrituração contábil, o *goodwill* existe como ativo intangível<sup>228</sup> com potencial de geração de benefícios econômicos. A complexidade,

<sup>225</sup> COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS (CPC). Pronunciamento Técnico CPC 04 (R1) – Ativo Intangível, 2010.

<sup>226</sup> O exemplo é exposto pelo item 16 do Pronunciamento Técnico CPC 04 (R1) e corroborado por VILELA, Renato. **Avaliação para fins de apuração de haveres nas sociedades limitadas**: apreciação de ativos intangíveis. 2023. Tese (Doutorado em Direito Comercial), Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo (USP), São Paulo, 2023, p. 33.

<sup>227</sup> Item 11 do Pronunciamento Contábil n. 04.

<sup>228</sup> “[...] há uma diferença conceitual entre o *goodwill* existir e ser efetivamente registrado como ativo. [...]”. A definição constitutiva de *goodwill* utilizada ao longo da pesquisa que representa, adequadamente, a posição dos principais autores da literatura contábil e dos mais considerados órgãos normatizadores, é: *goodwill* é um ativo intangível, que surge nas entidades pela sinergia entre todos os ativos, registrados contabilmente ou não, e outros

neste caso, diz respeito a saber se na situação concreta, o *goodwill* fará parte, ou não, da apuração dos haveres e o porquê. A doutrina é divergente.

Para parte da doutrina, ativos intangíveis não identificáveis na escrituração contábil não devem estar no escopo da apuração de haveres<sup>229</sup>, o que deixaria eventualmente o *goodwill* de fora da avaliação, sem uma análise específica da situação concreta. Alguns motivos justificam essa exclusão.

Em primeiro lugar, porque a avaliação de ativos intangíveis deve se restringir aos ativos que satisfazem requisitos de identificação. Essa premissa não se sustenta, pois, como observa Vilela, se a apreciação do ativo na avaliação para apuração de haveres depende da possibilidade de se aferir o preço de mercado, não é correto vincular essa apreciação a requisitos de identificação para fins contábeis<sup>230</sup>.

Em segundo lugar, ativos intangíveis não identificáveis não devem ser considerados senão em razão de previsão contratual que autorize, dada a incompatibilidade do método de avaliação econômico em relação à lei. Esse postulado também não prevalece, pois a avaliação de certos ativos intangíveis, a preço de saída, como quer a lei, só é viável por meio de critérios econômicos de avaliação.

De mais a mais, entendemos com a doutrina majoritária que “apesar de o potencial econômico não decorrer de ativos que são reconhecíveis em separado da sociedade, portanto, não retratáveis na escrituração, ainda assim pode ser sujeito a transações com terceiros”<sup>231</sup>. Se o ativo intangível não identificável pode ser transacionado, então, ele está sujeito a aferição de preço de saída.

A consideração de o ativo ser ou não identificável na escrituração contábil, como se nota, é insuficiente para definir a abrangência dos recursos integrantes da avaliação. Há outro

---

aspectos (como a gestão, a força de vendas, a capacidade de distribuição, localização, fidelidade da clientela etc.)”. MARTINS, Eliseu; ALMEIDA, Diana Lúcia de; MARTINS, Eric Aversari; COSTA, Patrícia de Souza. Goodwill: uma análise dos conceitos utilizados em trabalhos científicos. **Revista Contabilidade & Finanças**, USP, São Paulo, v. 21, n. 52., jan.-abr. 2010, p. 6-8.

<sup>229</sup> NISHI, Eduardo Azuma. **Novos paradigmas de apuração de haveres na ordem jurídica**. 2020. 162 f. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial). Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (PUC-SP), São Paulo, 2020, p. 86-88; NISHI, Eduardo Azuma. O critério de apuração de haveres na dissolução parcial de sociedades e o princípio da preservação da empresa. In: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti (coord.). **Processo Societário**. v. IV. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 278.

<sup>230</sup> VILELA, Renato. **Avaliação para fins de apuração de haveres nas sociedades limitadas**: apreciação de ativos intangíveis. Tese (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo (USP), São Paulo, 2023, p. 129.

<sup>231</sup> VILELA, Renato. **Avaliação para fins de apuração de haveres nas sociedades limitadas**: apreciação de ativos intangíveis. Tese (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo (USP), São Paulo, 2023, p. 129.

parâmetro a ser considerado: é necessário verificar se o ativo é transacionável a preço de saída, ainda que o seja indiretamente.

A avaliação do ativo a preço de saída, na perspectiva da dissolução total ficta, simula a ocorrência da negociação do ativo em condições normais de mercado. Nessas condições, a identificação do ativo para fins contábeis não deve impedir a avaliação do recurso<sup>232</sup>. Por exemplo, uma valiosa máquina eventualmente não contabilizada como ativo da sociedade. Esse ativo tangível, embora não identificável, deverá integrar a apuração de haveres para a proteção do direito ao valor das cotas do sócio retirante.

No caso de o ativo ser intangível não identificável (*goodwill*), a despeito das citadas posições doutrinárias, se ele for considerado transacionável a preço de saída, poderá integrar a apuração de haveres. Por exemplo, o ponto comercial de um supermercado é intangível, tem valor e é transacionável individualmente em contexto de liquidação. Esse ponto comercial é ligado umbilicalmente à clientela, assim, em cenário de liquidação ordenada, a avaliação do ponto comercial deve considerar o valor da clientela. Em outras palavras, o ponto comercial tem valor, em grande parte, por conta desse sobrevalor, mais valia, *goodwill* gerado pela sinergia do conjunto de bens e clientela que o acompanha. Nessa situação, o *goodwill*, transacionável indiretamente com o ponto comercial, deverá integrar os haveres.

No início de 2024, o TJ-SP<sup>233</sup> decidiu caso semelhante, no qual as partes debatiam sobre o método contábil a ser empregado no balanço a ser especialmente levantado para apurar haveres. A sócia retirante sustentava que deveria ser usado o método do fluxo de caixa descontado, globalmente. A parte ré defendia o uso do balanço patrimonial, alegando ausência de ativos não escrituráveis intangíveis, a compor um *goodwill*. O perito avaliador manifestou-se, sugerindo a realização de balanço patrimonial, o qual seria compatível com a situação da empresa, diante da ausência de ativos com perspectiva futura a justificarem o uso do fluxo de caixa descontado, com exceção da carteira de clientes, que mereceria análise própria em apartado. Com base no laudo pericial, o tribunal reconheceu a existência de relevante carteira de clientes recorrentes, responsável por significativo percentual de faturamento da empresa. De acordo com o voto do relator, Des. Ciampolini, o tribunal decidiu, por maioria, seguindo a manifestação pericial, pela aplicação do balanço de determinação e, de forma conjugada, por

<sup>232</sup> VILELA, Renato. **Avaliação para fins de apuração de haveres nas sociedades limitadas**: apreciação de ativos intangíveis. Tese (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo (USP), São Paulo, 2023, p. 180.

<sup>233</sup> Agravo de Instrumento n. 2092878-07.2023.8.26.0000, da Comarca de São Paulo, em que são agravantes RODRIGO CARVALHO LALLI e SAX LOGISTICA DE SHOWS E EVENTOS LTDA, é agravado SOS GLOBAL EXPRESS LIMITED. Rel. Des. Cesar Ciampolini. Disponível em: <https://esaj.tjsp.jus.br/cjsg/getArquivo.do?cdAcordao=17610757&cdForo=0>. Acesso em: 12 out. 2024.

“conveniência excepcional, *in casu*, dado o objeto social (prestação de serviços), de, em localizado item do ativo (carteira de clientes), admitir-se o fluxo de caixa descontado”.

Observa-se, neste caso, a natureza da atividade econômica servindo como parâmetro para a interpretação judicial sobre o método de cálculo mais adequado. Embora se afirme que o critério para apuração de haveres é o patrimonial, há certas espécies de ativos cujo valor de mercado só é possível de ser aferido por um critério econômico, *in casu*, o fluxo de caixa descontado.

Todavia, deve-se destacar do mesmo julgado o voto divergente do Des. Azuma Nishi. O fato de o art. 606 do CPC/2015 prever os ajustes inclusive em relação aos intangíveis não representa a inclusão, para fins de avaliação dos haveres cabíveis ao sócio retirante, de todos os elementos que compõem os intangíveis da sociedade, mas somente daqueles do balanço patrimonial. O voto destaca que, diversamente de marcas e patentes que podem estar escriturados por valores que não representam o seu valor de saída, demandando, portanto, ajustes, não há que se reconhecer fundo de comércio<sup>234</sup> ou carteira de clientes nos haveres do sócio retirante, pois estes ativos não se encontram em nenhum dos itens da contabilidade da empresa. O voto ressalta que, além de não ter previsão legal, o fundo de comércio e a carteira de clientes estariam sendo avaliados, na proposta do perito, baseado na perspectiva de ganhos ou de rentabilidade futura (e não baseado no passado), que é incompatível com o critério legal (baseado no passado da sociedade). Não haveria, segundo o Des. Azuma Nishi, compatibilidade no uso do critério econômico com o critério patrimonial legal de apuração de haveres. São visões não complementares, antagônicas, sobre o mesmo objeto.

É comum a proposição de que o fluxo de caixa descontado contém dose de subjetividade baseada em premissas futuras e pressupõe a continuidade do risco empresarial, o qual o sócio retirante deixa de suportar quando sai do quadro social da empresa dissolvida. Assim, ativos não constantes do balanço patrimonial da sociedade não poderiam compor a base do acervo a ser avaliado para determinação dos haveres.

Trata-se, porém, de uma visão restritiva. Defende-se que o ativo deve compor a base de cálculo dos haveres desde que ele seja transacionável, ainda que indiretamente com outro ativo, em condições normais de mercado. Isso independe de o ativo estar escriturado contabilmente.

Se o ativo intangível não puder ter seu valor aferido considerando o seu potencial de rentabilidade futura, se estaria ignorando o próprio conceito de ativo, cuja característica intrínseca e indissociável é a capacidade de gerar benefícios futuros.

---

<sup>234</sup> A doutrina diverge sobre o conceito de fundo de comércio. Nesse julgado do TJ-SP, essa expressão foi utilizada como sinônimo de aviamento.

### Segundo posição de abalizada doutrina das ciências contábeis:

intrinsecamente ligado à condição de ativo e, por consequência, da empresa, está a sua capacidade de gerar benefícios futuros. Se foi reconhecido como ativo, por consequência irá gerar benefícios futuros. Dessa forma, ao não valorizar a firma por essa capacidade, poderá o avaliador cair no erro de prejudicar a parte dissidente e garantir enriquecimento ilícito para a outra<sup>235</sup>.

A referida posição doutrinária lança luzes no caminho que se tem percorrido de forma predominante apontando para o risco de enriquecimento sem causa do sócio retirante, caso ele seja beneficiado com o valor das cotas considerando a capacidade de gerar ganhos futuros. Há o outro lado da equação. Eventual apreciação inadequada dos ativos, desconsiderando a qualidade de gerar benefícios futuros, pode prejudicar o sócio retirante.

Entende-se que se está diante de uma confusão conceitual, talvez pouco percebida e raramente enfrentada em posições doutrinárias e judiciais. Considerar na data do cálculo dos haveres o potencial de ganhos futuros decorrentes de um ativo intangível não é o mesmo que se apropriar de lucros futuros ainda não realizados por tal ativo.

Conforme o Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC 46) Mensuração do Valor Justo, o valor justo de um ativo é definido como “o preço que seria recebido pela venda de um ativo ou que seria pago pela transferência de um passivo em uma transação não forçada entre participantes do mercado na data de mensuração”. O pronunciamento estabelece, na mensuração a valor justo, que características e condições do ativo devem ser consideradas. Estabelece, também, que, para a avaliação de ativos não financeiros<sup>236</sup>, o seu valor justo deriva da capacidade de gerar benefícios econômicos, utilizando o ativo em seu melhor uso possível ou vendendo-o a outro participante do mercado que utilizaria o ativo em seu melhor uso.

Diversamente do que se tem sustentado, no sentido de que o FCD é inaplicável ao cálculo dos haveres, porque envolve estimativa de resultados futuros e incertos, e traz uma aposta de como o negócio se irá se comportar no futuro, há doutrina especializada apontando que o “FCD pode ser utilizado tendo por base a condição da empresa/entidade na época da avaliação, sem projeções com base em crescimento, ou mesmo tendo por base a média de resultados de exercícios anteriores, já que há variação nos números”<sup>237</sup>.

<sup>235</sup> CARÍSSIMO, Cláudio R. Considerações sobre o método do fluxo de caixa descontado na apuração de haveres: um ensaio teórico. **Revista Catarinense da Ciência Contábil**, Florianópolis, SC, v. 23, p. 1-15, e3433, 2024, p. 9.

<sup>236</sup> Item 27 do Pronunciamento Contábil 46.

<sup>237</sup> CARÍSSIMO, Cláudio R. Considerações sobre o método do fluxo de caixa descontado na apuração de haveres: um ensaio teórico. **Revista Catarinense da Ciência Contábil**, Florianópolis, SC, v. 23, p. 1-15, e3433, 2024, p. 8.

Essa perspectiva de avaliação de ativos é baseada no CPC 00 R2 (2019). Segundo este Pronunciamento, o valor econômico de um ativo é obtido com base no seu potencial atual de produzir benefícios futuros, e não no benefício econômico futuro a ser recebido.

Para corrigir essa distorção, e fazer refletir a situação da empresa no momento da saída do sócio retirante, considerando a condição intrínseca do ativo que é o potencial de gerar benefício futuro, o FCD pode ser parametrizado para fazer a avaliação com base em fluxos de caixa passados<sup>238</sup>.

O objetivo, dessa forma, é incorporar no cálculo dos haveres a capacidade de geração de benefícios futuros do ativo contida no período em que o sócio participava do empreendimento econômico. Por exemplo: se a empresa apresenta nos últimos 3 anos um fluxo médio de R\$ 10 mil, essa será a base para as projeções e os descontos<sup>239</sup>. Esse valor reflete a capacidade do empreendimento em gerar benefícios econômicos no estado e na condição em que a empresa se encontra, não se apropriando o sócio retirante a direito de eventos patrimoniais futuros.

Esse é o ponto de equilíbrio a ser alcançado. Considera-se no cálculo todos os ativos intangíveis identificáveis, ou não, escrituralmente, desde que tenham potencial de geração de benefícios futuros e sejam transacionáveis em condições normais de mercado, ainda que indiretamente. Para tanto, considera-se na avaliação somente a capacidade de geração de benefícios futuros do ativo, avaliada na data da saída do sócio retirante, a partir de fluxos de caixa pretéritos, históricos. Calcula-se, assim, o valor atual dos ativos, ao mesmo tempo em que não se apropria de fluxos de receita futuros, desconsiderando no cálculo aumentos na receita decorrentes de taxas de crescimento, PIB e sazonalidades.

Sabe-se que, essa forma de cálculo não está imune a críticas e, provavelmente, as ciências contábeis dispõem de outro método de cálculo para essa finalidade. O que não parece razoável é afirmar que ativos intangíveis não escriturados nunca deverão integrar a avaliação para o sócio retirante ou que o FCD é totalmente inadequado para a apuração de haveres.

A aplicação de ambos os métodos, balanço de determinação e fluxo de caixa descontado, conjuntamente considerados em certos casos, em última análise, pode proporcionar uma avaliação que reflita de forma mais assertiva o valor justo dos ativos, considerando a

---

<sup>238</sup> CARÍSSIMO, Cláudio R. Considerações sobre o método do fluxo de caixa descontado na apuração de haveres: um ensaio teórico. **Revista Catarinense da Ciência Contábil**, Florianópolis, SC, v. 23, p. 1-15, e3433, 2024, p. 8.

<sup>239</sup> CARÍSSIMO, Cláudio R. Considerações sobre o método do fluxo de caixa descontado na apuração de haveres: um ensaio teórico. **Revista Catarinense da Ciência Contábil**, Florianópolis, SC, v. 23, p. 1-15, e3433, 2024, p. 8.

natureza e a complexidade da atividade econômica explorada pela sociedade e a especificidade de todos os ativos envolvidos, sejam eles tangíveis ou intangíveis. Há literatura em matéria de *valuation* nesse sentido da conjugação de métodos:

[...] o uso de mais de um método de avaliação é relativamente comum. Não raro, avaliações de empresas feitas no mercado utilizam mais de um método de maneira a proporcionar visões e cálculos complementares. Isso busca dar maior robustez ao resultado final, tendo em vista que a mesma empresa é avaliada por critérios e métodos diferenciados<sup>240</sup>.

Diante da complexidade que envolve a definição e a aplicação dos métodos de cálculo de haveres, e os custos transacionais decorrentes desse processo, que em última análise pode ser longo e desgastante para as partes envolvidas, sobretudo se for judicializado, trabalha-se nesta pesquisa com a hipótese de contribuição da teoria dos custos de transação de Oliver Williamson, para analisar como as decisões de apuração de haveres podem ser estruturadas de maneira mais eficiente.

Segundo Williamson<sup>241</sup>, os mecanismos de governança e a especificidade dos ativos influenciam a eficiência das transações. A teoria propõe que a escolha da estrutura de governança e dos mecanismos contratuais, conduzidos por dispositivos de controle e de incentivos, deve ser guiada pela minimização dos custos de transação, ou seja, dos custos envolvidos na negociação, execução e resolução de conflitos (societários, sob a ótica desta tese).

Aplicando essa perspectiva à apuração de haveres, é possível formular a hipótese de que a escolha dos métodos de cálculo de haveres deve considerar a natureza da sociedade e dos seus ativos e arranjos de governança, a fim de promover uma avaliação da participação societária que busque minimizar os custos de transação envolvidos no processo. Considera-se que, desse modo, seja possível favorecer uma apuração de haveres que respeite a autonomia privada das partes e que sirva de baliza para a eventual intervenção do Poder Judiciário.

Ao aplicar essa teoria, adicionalmente, é possível obter diretrizes para avaliar qual ou quais métodos de apuração de haveres são mais adequados em determinadas situações, considerando as características específicas da sociedade, a causa da dissolução societária, e os tipos de ativos envolvidos. Nesse sentido é que se examina, no próximo capítulo, a teoria dos custos de transação de Oliver Williamson.

<sup>240</sup> CORREIA NETO, Jocildo F. C.; BRANDÃO José W. **Valuation empresarial** – avaliação de empresas considerando o risco. Rio de Janeiro: Alta Books, 2018, p. 104.

<sup>241</sup> WILLIAMSON, Oliver E. **The economic institutions of capitalism: firms, markets, relational contracting**. New York: Free Press, 1985, p. 52-61.

## 5 AS TEORIAS DA FIRMA E A TEORIA DOS CUSTOS DE TRANSAÇÃO DE OLIVER WILLIAMSON: UMA POSSÍVEL CONTRIBUIÇÃO PARA A APURAÇÃO DE HAVERES

De há muito a teoria econômica procura criar modelos teóricos que capturem e expliquem a lógica do comportamento das firmas e dos mercados. Os esforços nesse sentido, todavia, não chegaram a resultados convergentes, pois persistem controvérsias sobre os fatores que influenciam os objetivos e o crescimento das firmas<sup>242</sup>. Essas divergências decorrem, como se verá adiante, de relevantes diferenças conceituais, metodológicas e ideológicas entre as principais linhas teóricas que estudam a firma<sup>243</sup>.

Ao analisar a evolução das teorias da firma, Paulo Bastos Tigre<sup>244</sup> observa uma grande carência de análises empíricas do funcionamento da firma ao longo da história. Destaca, sobretudo, um lapso temporal entre a realidade econômica vivida pelas empresas e as teorias que procuram decifrá-las, contudo, reconhece:

A questão de como a teoria tem respondido ao processo de transformação tecnológica e organizacional da firma ao longo do tempo não é trivial, já que não existe um modelo único de firma capitalista. Mesmo em um período de tempo delimitado existem diferentes tipos de firmas e de configurações de mercado coexistindo em um mesmo ambiente econômico.

Para compreender as teorias da firma, é necessário, em cada corrente de pensamento, considerar o modelo teórico utilizado e a realidade econômica de certo momento histórico.

Na teoria neoclássica, o foco de interesse é vinculado à teoria dos preços e alocação de recursos. Nele, a firma assume um papel muito limitado e uma conceituação excessivamente simples. Alguns de seus princípios são considerados até “irreais”<sup>245</sup>, sobretudo para o contemporâneo cenário econômico, no seguinte sentido: i. a firma é tida como uma “caixa-preta”, ao meramente combinar fatores de produção disponíveis no mercado para produzir produtos comercializáveis; ii. o mercado, embora possa apresentar situações transitórias de

<sup>242</sup> TIGRE, Paulo B. Inovação e teorias da firma em três paradigmas. *Revista de Economia Contemporânea*, n. 3, jan.-jun. 1998, p. 67.

<sup>243</sup> Não é incomum encontrar o termo firma associado a organizações de serviços profissionais, como de advocacia ou contabilidade, e empresa, a organização econômica que articula fatores de produção (insumos, capital, tecnologia e mão de obra). Ao estudar economia, verifica-se que as empresas costumam ser chamadas de firmas. Na prática, são termos intercambiáveis. Nessa tese usaremos ambos, indistintamente.

<sup>244</sup> Professor e pesquisador da UFRJ, Paulo Bastos Tigre tem publicações no campo das teorias da firma, gestão da inovação, economia de compartilhamento, entre outras.

<sup>245</sup> TIGRE, Paulo B. Inovação e teorias da firma em três paradigmas. *Revista de Economia Contemporânea*, n. 3, jan.-jun. 1998, p. 70.

desequilíbrio, tende a estabelecer condições de concorrência e informações perfeitas; iii. as possibilidades tecnológicas são usualmente representadas pela função de produção; iv. assume-se a racionalidade perfeita dos agentes, diante de objetivos da firma de maximizar lucros.

A doutrina econômica, por isso, pondera que, no contexto da escola neoclássica, a análise da firma não é questão muito importante, pois em situação de concorrência perfeita, e na ausência de progresso técnico, tem sua função restrita em transformar insumos em produtos, para o que basta escolher a técnica mais apropriada e a matéria-prima necessária, incluindo trabalho e tecnologia. Assim, a firma, de acordo com a escola neoclássica,

apresenta o paradoxo de ser um ator-chave na economia, sem, no entanto, ter uma dimensão correspondente (firma-ponto) e ser passiva (firma autômato). A firma é tratada não como instituição, mas sim como ator, com um *status* similar ao consumidor individual. Um ator passivo e sem autonomia, cujas funções se resumem em transformar fatores em produtos e otimizar as diferentes variáveis de ação<sup>246</sup>.

Eis o porquê de tanto se repetir que para a escola neoclássica a firma é vista como mera função da produção.

Nada obstante, essas críticas pertinentes em relação à economia no século XXI, talvez não considerem o modelo de firma que vigorava à época, pelo qual a teoria neoclássica foi concebida. Reconhece-se, como faz a doutrina ao analisar a evolução histórica da teoria da firma<sup>247</sup>, que a teoria neoclássica de competição perfeita estava mais preocupada com o sistema de preços do que com competição e organização das firmas.

No decorrer do processo histórico, a crescente importância da grande empresa e os questionamentos sobre os objetivos e o processo de crescimento da firma deslocam o foco das atenções do mercado para as empresas<sup>248</sup>. Verifica-se, assim, um rompimento com o papel passivo atribuído à firma na microeconomia neoclássica e a abertura de caminho para se elaborar as teorias da firma.

A partir de então, explica Paulo Bastos Tigre<sup>249</sup>, três concepções de firma passam a ser identificadas: i. a concepção de Firma *organização* – Simon, Cyert e March vêem a firma como uma ação coordenada entre indivíduos e grupos. Para garantir a sua preservação e de seus

<sup>246</sup> TIGRE, Paulo B. Inovação e teorias da firma em três paradigmas. **Revista de Economia Contemporânea**, n. 3, jan.-jun. 1998, p. 71.

<sup>247</sup> TIGRE, Paulo B. Inovação e teorias da firma em três paradigmas. **Revista de Economia Contemporânea**, n. 3, jan.-jun. 1998, p. 72.

<sup>248</sup> TIGRE, Paulo B. Inovação e teorias da firma em três paradigmas. **Revista de Economia Contemporânea**, n. 3, jan.-jun. 1998, p. 85.

<sup>249</sup> TIGRE, Paulo B. Inovação e teorias da firma em três paradigmas. **Revista de Economia Contemporânea**, n. 3, jan.-jun. 1998, p. 86.

membros, tornou-se necessária a mudança do conflito em cooperação, a mobilização de recursos e a coordenação dos esforços; ii. a concepção de Firma *instituição* – os chamados “velhos institucionalistas” vão além da visão organizacional, incorporando a dimensão social (sistema político, social e jurídico na qual a firma se insere e que limita sua metamorfose).

A terceira concepção de firma – a que, por sinal, mais interessa ao propósito desta tese – é a de custos de *transação* e os novos institucionalistas: a construção teórica de Ronald Coase introduziu novas questões sobre a natureza da firma, passando a considerá-la uma forma particular de organização econômica, isto é, um arranjo institucional alternativo ao mercado.

Coase criticou a falta de realismo da teoria neoclássica e sua incapacidade de explicar o fato de os mercados não terem êxito em exercer a coordenação feita pelas firmas internamente<sup>250</sup>. Oliver Williamson, por seu turno, constrói uma teoria dos custos de transação que constitui uma referência central da teoria da firma: sua análise sobre integração vertical da produção destaca o potencial de coordenação da firma em função de falhas de transação no mercado, diante da possibilidade de comportamentos oportunistas dos agentes.

O ponto fundamental questionado por Coase, e posteriormente desenvolvido por Williamson<sup>251</sup>, é: “Por que a firma existe?”.

## 5.1 Introdução à teoria dos custos de transação

Atribui-se a origem da discussão contemporânea sobre as interfaces entre direito e economia aos trabalhos pioneiros de Ronald Coase, Guido Calabresi e Pietro Trimarchi<sup>252</sup>. Ganhador do Prêmio Nobel de Economia em 1991, Coase demonstrou a relevância de se considerar os custos de transação na análise econômica e como isso implica na importância do direito na determinação de resultados econômicos.

<sup>250</sup> COASE, Ronald H. **A firma, o mercado e o direito**. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022 (Coleção Paulo Bonavides) (*ebook*), p. 58.

<sup>251</sup> Embora a antiga escola institucional, costumeiramente ligada às obras de Veblen, Mitchell e Commons, seja criticada pela sua baixa formulação teórica, com os trabalhos produzidos em grande parte descritivos, certo crédito deve ser dado a Commons, tanto por utilizar as transações como base de análise. Porém, somente a partir de Coase é que aparecem as primeiras concepções que apontam para a existência de outros custos para operar no mercado, além dos preços dos produtos ou serviços. A ideia da existência de outros custos além dos convencionais é posteriormente evoluída nos trabalhos da NEI, especialmente Oliver Williamson, e torna-se fundamental para a explicação do porquê indivíduos e firmas se organizarem de determinadas maneiras e da importância das instituições. SANTOS, Guilherme dos. **Oliver Williamson e Douglass North: uma comparação das influências dos autores da nova economia institucional no meio acadêmico**. 2023. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharelado em Ciências Econômicas) Departamento de Economia e Relações Internacionais da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS), Rio Grande do Sul, 2023, p. 3.

<sup>252</sup> ZYLBERSZTAJN, Decio; SZTAJN, Rachel. Análise Econômica do Direito e das Organizações. In: ZYLBERSZTAJN, Decio; SZTAJN, Rachel (org.). **Direito & Economia** – Análise Econômica do Direito e das Organizações. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005 (*ebook*), s/p.

Explicam Zylbersztajn e Sztajn que, de acordo com o Teorema de Coase, em um mundo hipotético sem custos de transação (pressuposto da economia neoclássica), os agentes negociam os direitos, independentemente da sua distribuição inicial, de maneira a chegar à sua alocação eficiente. Nesse contexto, as instituições não exerceriam influência no desempenho econômico. Coase, todavia, criticando a análise econômica ortodoxa, destacou que, no mundo real, os custos de transação são positivos e, ao contrário do que inferem os neoclássicos tradicionais, as instituições legais impactam significativamente o comportamento dos agentes econômicos<sup>253</sup>.

Guido Calabresi, por seu turno, revelou a importância da análise de impactos econômicos da alocação de recursos para a regulação da responsabilidade civil. O trabalho de Calabresi inseriu explicitamente a análise econômica em questões jurídicas, demonstrando que uma análise jurídica adequada não prescinde do tratamento econômico das questões. Ainda conforme Zylbersztajn e Sztajn, o jurista italiano Pietro Trimarchi adequou o direito europeu, especificamente ao italiano, as regras desenvolvidas para o sistema do direito consuetudinário, demonstrando a possibilidade de, igualmente, no que concerne ao direito codificado, adotarem-se critérios que induzam as pessoas a buscar eficiências alocativas.

Os autores deram os passos fundantes do movimento denominado *Law & Economics*, posteriormente desenvolvido com a contribuição de outros estudiosos, entre eles, Richard Posner. A Análise Econômica do Direito e das Organizações tem evoluído desde então, criando-se centros de pesquisa em diferentes universidades ao redor do mundo. Existem, por isso, várias correntes de *Law and Economics* que adotam postulados metodológicos diversos para a explicação do nexo entre direito e economia, com destaque, nesta pesquisa, para a Nova Economia Institucional (NEI).

A partir da base teórica fornecida pelos trabalhos de Douglass North e Oliver Williamson, a NEI inclui a análise do papel desempenhado pelas instituições e organizações sociais, propondo a interação contínua entre normas (direito positivado ou não), isto é, regras formais e informais<sup>254</sup>.

Em que pese não haver propriamente consenso sobre os antecedentes teóricos aos quais a NEI<sup>255</sup> estaria vinculada, a abalizada doutrina aponta que, por volta da década de 1930,

<sup>253</sup> ZYLBERSZTAJN, Decio; SZTAJN, Rachel. Análise Econômica do Direito e das Organizações. In: ZYLBERSZTAJN, Decio; SZTAJN, Rachel (org.). **Direito & Economia** – Análise Econômica do Direito e das Organizações. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005 (*ebook*).

<sup>254</sup> ZYLBERSZTAJN, Decio; SZTAJN, Rachel. Análise Econômica do Direito e das Organizações. In: ZYLBERSZTAJN, Decio; SZTAJN, Rachel (org.). **Direito & Economia** – Análise Econômica do Direito e das Organizações. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005 (*ebook*).

<sup>255</sup> É o que explicam Elizabeth Farina, Paulo Furquim e Maria Sylvania Saes, ao pontuarem que, para certos autores, como Dutraive, a NEI estaria vinculada aos institucionalistas americanos, ao passo que para outros, a NEI não

algumas contribuições iluminaram os caminhos para que a NEI se desenvolvesse tal como hoje é conhecida. Essas contribuições são encontradas nos trabalhos de Coase, Commons, Knight, Barnar e, um pouco mais tarde, Hayek. O mérito principal de Commons foi tomar a transação como unidade de análise, em um momento em que a firma ainda era analisada como entidade indivisível. Knight, por sua vez, lançou as primeiras linhas do que viria a servir de base para o *insight* de Coase, ao afirmar que o principal motivo para compreender as organizações econômicas seria o propósito da redução de desperdício<sup>256</sup>.

Foi de Coase, entretanto, a mais relevante contribuição ao desenvolvimento da NEI. Em um período em que o pensamento econômico estava centrado na compreensão do mercado e do sistema de preços, Coase abre caminho para se explicar a gênese da firma, ao expor que a firma não seria somente um espaço para transformação do produto, mas também, um espaço para a coordenação dos agentes econômicos alternativo ao já estudado mercado<sup>257</sup>.

A base teórica para a análise de custos de transação foi lançada por Ronald Coase em seu influente artigo *The Nature of the Firm* (1937), no qual ele argumenta que as empresas existem para minimizar os custos de transação que seriam elevados se todas as trocas fossem organizadas através do mercado. A economia dos custos de transação se desenvolveu, desse modo, no interior de uma discussão teórica que alterou os rumos da análise econômica<sup>258</sup>. Se antes a formulação neoclássica definia a firma como uma mera função de produção, a partir de Coase, a visualização da existência de custos nas transações efetuadas pelas firmas passa a ser motivo de estudo no âmbito da nova economia institucional.

A teoria dos custos de transação de Oliver Williamson<sup>259</sup>, uma peça central da NEI, surgiu como uma resposta às limitações das abordagens tradicionais da economia neoclássica, que muitas vezes negligenciavam os custos associados ao processo de transação. Williamson, inspirado pelas ideias de Ronald Coase sobre a natureza da firma, ampliou e desenvolveu a teoria, enfatizando que os custos de transação são determinantes cruciais para a estrutura e o funcionamento das organizações econômicas.

---

estaria vinculada a tal corrente institucionalista, à exceção de Commons. FARINA, Maria M. Q.; AZEVEDO, Paulo F.; SAES, Maria S. M. **Competitividade: mercado, estado e organizações**. São Paulo: Singular, 1997, p. 30.

<sup>256</sup> FARINA, Maria M. Q.; AZEVEDO, Paulo F.; SAES, Maria S. M. **Competitividade: mercado, estado e organizações**. São Paulo: Singular, 1997, p. 33.

<sup>257</sup> FARINA, Maria M. Q.; AZEVEDO, Paulo F.; SAES, Maria S. M. **Competitividade: mercado, estado e organizações**. São Paulo: Singular, 1997, p. 35.

<sup>258</sup> GONÇALVES, Oldair Luiz; SOUZA, Simone de. A relação entre os custos de transação e o fluxo de caixa das organizações. **Anais do XXXII Encontro Nacional de Engenharia de Produção**. Bento Gonçalves, RS, Brasil, 15 a 18 out. 2012. Disponível em: [https://abepro.org.br/biblioteca/enegep2012\\_TN\\_STP\\_159\\_927\\_19906.pdf](https://abepro.org.br/biblioteca/enegep2012_TN_STP_159_927_19906.pdf). Acesso em: 12 jul. 2024.

<sup>259</sup> WILLIAMSON, Oliver E. **The economic institutions of capitalism: firms, markets, relational contracting**. New York: Free Press, 1985, p. 15-17.

A NEI supera a ideia de firma tradicional, originada por uma função de produção, com custos de transação nulos e estruturada sobre o sistema de preços. Com isso, passa a tratar a firma como uma organização formada por nexus de contratos e custos de transação positivos<sup>260</sup>.

Oliver Williamson, nas décadas de 1970 e 1980, expandiu as ideias de Coase, introduzindo uma estrutura analítica detalhada para entender como os diferentes arranjos de governança podem ser configurados para reduzir esses custos. Sua obra seminal *Markets and Hierarchies* (1975) e, posteriormente, *The Economic Institutions of Capitalism* (1985) consolidaram a teoria dos custos de transação como um campo fundamental da economia institucional.

Antes de Coase, a economia neoclássica dominava o cenário acadêmico, focando, principalmente, em mercados perfeitos e a eficiência alocativa através do mecanismo de preços. A teoria neoclássica assume que os mercados funcionam sem fricções. As transações ocorrem instantaneamente e sem custos<sup>261</sup>. Esta teoria define a firma como uma função de produção, onde insumos necessários são ‘entradas’ e produtos a ‘saída’. Dessa forma, a firma é uma mera tomadora de preços que busca igualar os custos marginais à receita marginal<sup>262</sup>. Essa abordagem, embora útil para modelagens matemáticas e teorias abstratas, falha em explicar porque as empresas existem e como elas realmente operam no mundo real.

Coase desafiou essas suposições simplificadas introduzindo o conceito de custos de transação, isto é, os custos associados à realização de uma troca econômica, além do preço do bem ou serviço<sup>263</sup>. Esses custos incluem a busca por informações, a negociação e a execução de contratos, e a supervisão e a aplicação dos termos acordados. Coase argumentou que as firmas (empresas) surgem precisamente para minimizar esses custos. Em um mundo no qual os custos de transação são significativos, organizar a produção dentro de uma firma pode ser mais eficiente do que depender exclusivamente do mercado. Assim, as empresas funcionam como

---

<sup>260</sup> NASCIMENTO, Viviam Ester. A nova economia institucional: sua abordagem e aplicabilidade na pesquisa empírica. **Revista Processando o Saber** n. 2, 2010, p. 102.

<sup>261</sup> WILLIAMSON, Oliver E. **The economic institutions of capitalism: firms, markets, relational contracting**. New York: Free Press, 1985, p. 15-20.

<sup>262</sup> GONÇALVES, Oldair Luiz; SOUZA, Simone de. A relação entre os custos de transação e o fluxo de caixa das organizações. **Anais do XXXII Encontro Nacional de Engenharia de Produção**. Bento Gonçalves, RS, Brasil, 15 a 18 out. 2012. Disponível em: [https://abepro.org.br/biblioteca/enegep2012\\_TN\\_STP\\_159\\_927\\_19906.pdf](https://abepro.org.br/biblioteca/enegep2012_TN_STP_159_927_19906.pdf). Acesso em: 12 jul. 2024.

<sup>263</sup> Coase escreveu muito pouco, mas sua porcentagem de acertos é muito alta. Precisamente, publicou dois grandes artigos teóricos, com uma distância de 25 anos entre eles, numa continuação do mesmo tema, e que lhe valeram o Prêmio Nobel de Economia em 1991: *The Nature of the Firm* (1937) e *The Problem of Social Cost* (1960). Este último é um dos artigos mais citados na economia em todos os tempos, e introduziu o Teorema de Coase, termo cunhado posteriormente por George Stigler. O principal aspecto deste teorema é direcionar a atenção dos economistas a uma faceta negligenciada, mas muito importante do sistema econômico: os custos da transação no mercado. SILVEIRA, André Bueno da. **Análise econômica do direito e teoria dos jogos**: consequentialismo nas decisões judiciais e a nova interpretação das consequências. São Paulo: JusPodivm, 2022, p. 183.

estruturas de governança que internalizam transações para reduzir os custos associados a negociações de mercado repetitivas e complexas.

Sobre a contribuição dos estudos de Ronald Coase para a teoria da firma, destaca-se Cássio Cavalli:

Antes do trabalho de Ronald H. Coase, a firma era apenas uma caixa preta que integrava a economia neoclássica, isto é, havia uma economia com firmas (*economics with firms*); somente após a década de 1970, com o desenvolvimento da economia neoinstitucionalista, é que surgiu uma economia das firmas (*economics of firms*). A importância do trabalho de Ronald H. Coase reside em que, para investigar a natureza da firma, ele acabou por questionar os próprios fundamentos da economia neoclássica, dando origem à escola econômica neoinstitucionalista<sup>264</sup>.

A economia neoclássica, com seu foco nos mercados perfeitos e na ausência de custos de transação, não fornecia as ferramentas necessárias para entender essas nuances. Ao introduzir os custos de transação, Coase trouxe para o primeiro plano a importância das estruturas organizacionais e das relações contratuais<sup>265</sup>, elementos que a teoria neoclássica tratava de maneira simplista ou ignorava completamente.

Conforme as bases teóricas da economia neoclássica, para um agente econômico tomar a decisão de adquirir um bem, basta ele identificar qual a oferta desse bem de maneira a verificar qual é o menor preço. Essa tese não é realista para Coase, para quem, não é isenta de custos a busca de informação sobre fornecedores e os preços desses insumos. Ademais, Coase apresenta como custos de transação aqueles relacionados à negociação, à celebração de um contrato e à fiscalização do cumprimento do contrato<sup>266</sup>.

Essa perspectiva centrada em custos de transação de Coase foi posteriormente expandida e detalhada por economistas da escola neoinstitucionalista, a exemplo de Oliver Williamson, que desenvolveu a teoria dos custos de transação em uma estrutura analítica abrangente, explorando como diferentes formas de governança podem ser utilizadas para minimizar esses custos em diversos contextos econômicos. Coase teve apenas o *insight* sobre o tema, embora não o tenha desenvolvido minuciosamente<sup>267</sup>.

<sup>264</sup> CAVALLI, Cassio M. **FGV – Empresa, direito e economia**. Rio de Janeiro: GEN, 2013, p. 169 (*ebook*).

<sup>265</sup> O contrato é o instrumento que, na prática, distingue a firma como organização voltada à produção. A contratação seria uma importante (ou mesmo a principal) modalidade de agir da firma no exercício da autonomia privada (autodeterminação).

COASE, Ronald H. **A firma, o mercado e o direito**. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022 (Coleção Paulo Bonavides) (*ebook*), p. 55.

<sup>266</sup> CAVALLI, Cassio M. **FGV – Empresa, direito e economia**. Rio de Janeiro: GEN, 2013 (*ebook*), p. 172.

<sup>267</sup> CAVALLI, Cassio M. **FGV – Empresa, direito e economia**. Rio de Janeiro: GEN, 2013 (*ebook*), p. 173.

## 5.2 A firma como mecanismo de governança

A utilização do mercado através da celebração de contratos de execução instantânea envolve custos de transação, a exemplo dos custos de identificação de fornecedores, negociação e fiscalização do cumprimento do contrato. Esses custos podem ser evitados por meio do que Williamson chama de integração vertical<sup>268</sup>, isto é, por meio da organização de uma empresa. A economia dos custos de transação entende que a empresa é uma estrutura de governança alternativa em relação ao mercado<sup>269</sup>.

Da perspectiva da teoria dos custos de transação, mecanismos de governança são arranjos institucionais voltados à diminuição dos custos. A empresa, por sua vez, é uma espécie desses mecanismos de governança.

Oliver Williamson aprofundou a análise coasiana ao categorizar os fatores que afetam os custos de transação, como a especificidade dos ativos, a incerteza e a frequência das transações. Além disso, elaborou sobre as formas de governança que podem ser implementadas para lidar com essas variáveis. Enquanto para Ronald Coase havia dois mecanismos ou formas de governança (o mercado e a empresa), a economia dos custos de transação em Williamson propunha três mecanismos distintos de governança: mercados, formas híbridas e firmas (hierarquia)<sup>270</sup>.

A construção dos mecanismos de governança abarca necessariamente a compreensão do direito contratual, considerando que as transações são realizadas por contratos<sup>271</sup>. Deve-se indagar, portanto, quais tipos de contratos são utilizados, para quais espécies de atividade, e por quê<sup>272</sup>. Há, nesse sentido, explica Cavalli, transações (a) de mercado, (b) de quase mercado e (c) de não mercado; ou, o que é o mesmo, transações (a) altamente específicas, (b) semi específicas e (c) não específicas, que correspondem, por sua vez, (a) a vários contratos curtos, (b) a um contrato longo ou (c) à integração vertical.

<sup>268</sup> WILLIAMSON, Oliver E. The vertical integration of production: market failure considerations. **The American Economic Review**, v. 61, n. 2, Papers and Proceedings of the Eighty-Third Annual Meeting of the American Economic Association, maio 1971, p. 112.

<sup>269</sup> WILLIAMSON, Oliver E. **The mechanisms of governance**. New York: Oxford University Press, Inc., 1996, p. 7.

<sup>270</sup> WILLIAMSON, Oliver E.; WINTER Sidney G. **The nature of the firm: origins, evolution, and development**. Oxford: Oxford University Press, 1993, p. 42-47.

<sup>271</sup> WILLIAMSON, Oliver E. **The mechanisms of governance**. New York: Oxford University Press, Inc., 1996, p. 10.

<sup>272</sup> KLEIN, Benjamin; CRAWFORD, Robert G.; ALCHIAN, Armen A. **Vertical integration, appropriable rents, and the competitive contracting process**, p. 326 (tradução livre) *apud* CAVALLI, Cassio M. **FGV – Empresa, direito e economia**. Rio de Janeiro: GEN, 2013 (*ebook*), p. 179.

A economia dos custos de transação entende basicamente que: i. os direitos contratuais não são a baixo custo, definidos e protegidos. Sempre haverá custos, tanto na especificação quanto no cumprimento contratual; ii. os contratos são necessariamente incompletos, ou seja, é economicamente impossível redigir um contrato contendo a previsão *ex ante* de todas as possíveis contingências contratuais possíveis<sup>273</sup>.

Não por outro motivo, a economia dos custos de transação é vocacionada a verificar os diferentes mecanismos *ex post* de solução de conflitos contratuais, relacionando-os ao poder outorgado ao empresário para resolver o conflito<sup>274</sup>. Esse poder do empresário, consistente no poder de resolver as disputas contratuais, em vez de recorrer à negociação, em contraposição à sua ausência nas transações de mercado, é relacionado a uma diferente forma de contrato<sup>275</sup>.

A firma possui características que tornam mais eficientes a internalização como uma alternativa ao mercado, com destaque para a maior quantidade e precisão de mecanismos de controle<sup>276</sup>. Quando surgem disputas contratuais internas, possui um expediente de resolução de conflitos comparativamente eficiente. Williamson, sobre a possível eficiência interna da empresa na resolução de conflitos, pondera:

[...] enquanto os tribunais conhecem rotineiramente disputas acerca de preços, entrega, qualidade, e assuntos análogos nas transações entre firmas, estes mesmos tribunais recusam-se a ser atraídos para disputas idênticas entre divisões de uma única empresa. Com efeito, a hierarquia [isto é, a empresa] torna-se seu próprio tribunal em última instância<sup>277</sup>.

Os riscos contratuais decorrem, na análise de Williamson, de determinadas características das transações, notadamente da junção entre a incompletude dos contratos e da especificidade dos ativos<sup>278</sup>.

Essas características ou atributos das transações cujas consequências podem influenciar o campo dos riscos contratuais são analisadas pela teoria dos custos de transação: especificidade de ativos; racionalidade limitada que conduz à incerteza; frequência das transações e oportunismo.

<sup>273</sup> CAVALLI, Cassio M. **FGV – Empresa, direito e economia**. Rio de Janeiro: GEN, 2013 (*ebook*), p. 180.

<sup>274</sup> WILLIAMSON, Oliver E. **The mechanisms of governance**. New York: Oxford University Press, Inc., 1996, p. 56.

<sup>275</sup> WILLIAMSON, Oliver E. **The mechanisms of governance**. New York: Oxford University Press, Inc., 1996, p. 99.

<sup>276</sup> CAVALLI, Cassio M. **FGV – Empresa, direito e economia**. Rio de Janeiro: GEN, 2013 (*ebook*), p. 182.

<sup>277</sup> WILLIAMSON, Oliver E. **The mechanisms of governance**. New York: Oxford University Press, Inc., 1996, p. 27.

<sup>278</sup> WILLIAMSON, Oliver E. **The mechanisms of governance**. New York: Oxford University Press, Inc., 1996, p. 60.

Os atributos da racionalidade limitada e o oportunismo também são denominados pressupostos comportamentais. Antes, porém, de detalhar cada um deles, passa-se a expor algumas particularidades da NEI, na perspectiva de Williamson.

### 5.3 As perspectivas de análise de Oliver Williamson

A NEI não se desenvolveu de maneira uniforme e unificada. A original proposição de Coase, por ser genérica, inspirou o trabalho de outros autores com perspectivas de análise diferentes. Isso levou linhas de pesquisa independentes procurarem responder questões peculiares lançadas por Coase<sup>279</sup>.

A perspectiva sintetizada por Oliver Williamson, em dois níveis analíticos – ambiente institucional e instituições de governança – têm como objeto de análise a economia com custos de transação. Há elementos comuns aos dois níveis, na medida em que ambas as correntes têm por objeto de investigação tanto as instituições quanto os custos de transação.

Por custos de transação entendem-se os custos não diretamente ligados à produção, mas surgidos à medida que os agentes se relacionam entre si e emergem problemas de coordenação de suas ações<sup>280</sup>, entre eles os custos para obter informações (ou custos da assimetria informacional) e os custos de negociação.

As instituições, um dos pilares da NEI, são normas construídas que estruturam a interação social, econômica e política. Elas envolvem restrições informais (costumes, tradições, códigos de conduta) e regras formais (constituições, leis, direitos de propriedade). Dito de outro modo, as instituições são as regras do jogo, seja econômico, social, político, ou do próprio jogo institucional. Reconhece-se que as instituições restringem e condicionam as interações humanas<sup>281</sup>.

As instituições podem ter diferenças em níveis analíticos. Há regras que incidem em nível macro (legislação de um país), enquanto outras incidem em nível micro (regimentos internos). Sob o enfoque desse trabalho, há os contratos, os quais regem as relações societárias internas.

---

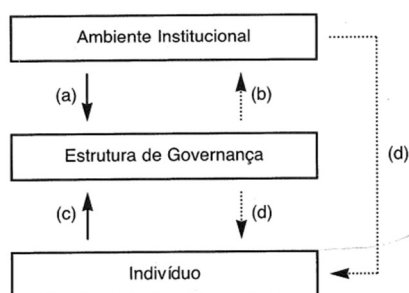
<sup>279</sup> FARINA, Maria M. Q.; AZEVEDO, Paulo F.; SAES, Maria S. M. **Competitividade**: mercado, estado e organizações. São Paulo: Singular, 1997, p. 53.

<sup>280</sup> FARINA, Maria M. Q.; AZEVEDO, Paulo F.; SAES, Maria S. M. **Competitividade**: mercado, estado e organizações. São Paulo: Singular, 1997, p. 55.

<sup>281</sup> FARINA, Maria M. Q.; AZEVEDO, Paulo F.; SAES, Maria S. M. **Competitividade**: mercado, estado e organizações. São Paulo: Singular, 1997, p. 59.

A primeira corrente da NEI, o ambiente institucional, analisa macroinstituições; a segunda, as instituições de governança, privilegiam a análise de microinstituições<sup>282</sup>. Para compreender como cada nível analítico se relaciona com o outro, Williamson propõe um esquema de três níveis, nos quais ambiente institucional, estrutura de governança e indivíduos se relacionam e se influenciam mutuamente:

Figura 2 – Esquema de três níveis de Williamson



Fonte: FARINA, Maria M. Q. AZEVEDO, Paulo F. SAES, Maria S. M. **Competitividade: Mercado, Estado e Organizações**. São Paulo: Singular, 1997, p. 61.

A figura representa a estrutura de governança<sup>283</sup>, foco de análise privilegiado por Williamson, e suas inter-relações com os condicionantes impostos pelo ambiente institucional e pelos indivíduos. O ambiente institucional impõe o quadro elementar de regras que redundam no surgimento e na escolha de formas organizacionais que irão compor as estruturas de governança (fluxo “a” da figura). Mudanças significativas no ambiente institucional servem como parâmetro de mudança em certa estrutura de governança.

Veja-se que o arcabouço teórico elaborado por Williamson situa o desenvolvimento da estrutura de governança dentro dos limites impostos pelo ambiente institucional e pelos pressupostos comportamentais sobre os indivíduos<sup>284</sup>, especialmente a racionalidade limitada e o oportunismo.

Não integra o escopo de análise da NEI, porém, o efeito secundário entre o ambiente e os arranjos institucionais, representado no fluxo (b), que representa efeitos de ações tomadas

<sup>282</sup> FARINA, Maria M. Q.; AZEVEDO, Paulo F.; SAES, Maria S. M. **Competitividade: mercado, estado e organizações**. São Paulo: Singular, 1997, p. 60.

<sup>283</sup> Nesta pesquisa, se privilegia a perspectiva das estruturas de governança, à moda de Williamson, na análise da aplicação de sua teoria na mitigação de custos de transação na apuração de haveres.

<sup>284</sup> FARINA, Maria M. Q.; AZEVEDO, Paulo F.; SAES, Maria S. M. **Competitividade: mercado, estado e organizações**. São Paulo: Singular, 1997, p. 61.

no plano das organizações com a finalidade de mudar as regras do jogo, por exemplo, um *lobby* setorial ao buscar promover mudanças na legislação, alterando as regras do jogo em seu favor.

A NEI considera que os indivíduos, tomados como racionais, todavia de forma limitada, e oportunistas, agem conforme suas preferências e convicções. Esses pressupostos comportamentais – a racionalidade limitada e o oportunismo – são condições necessárias para ocorrer os custos de transação. Esses pressupostos vão gerar efeitos na seleção das estruturas de governança (fluxo (c)), ao mesmo tempo em que o comportamento dos indivíduos é influenciado pelas regras do jogo e pelas formas de governança estabelecidas (fluxo (d))<sup>285</sup>.

Sobre as duas correntes da NEI (ambiente institucional e instituições de governança), alguns pontos merecem ser ressaltados.

A corrente das instituições de governança, particularmente a economia dos custos de transação (ECT), trata das diferentes formas contratuais enquanto estruturas de governança das transações. Por este motivo, esta é a corrente de análise da NEI que segue como foco nesta pesquisa, considerando que as questões do problema sob investigação neste trabalho envolvem, por um lado, o instrumento societário contratual como parâmetro externo ao fenômeno do dirigismo, ao mesmo tempo que na perspectiva interna este mesmo instrumento funciona como mecanismo de governança apto à atenuação de custos de transação na apuração de haveres. Nesse sentido, cogita-se, como suscitado noutro capítulo, da dupla eficácia do instrumento societário contratual (interna e externa).

A doutrina explica que, a relação de complementaridade entre ambas as correntes é o ponto que as une e forma o corpo teórico conhecido por NEI. A ECT fornece microfundamentos para a análise do ambiente institucional, ao passo que este possibilita a análise dos parâmetros macroinstitucionais aos quais as transações se referenciam<sup>286</sup>. Assim como a corrente do ambiente institucional, a estrutura de governança tem a finalidade precípua de reduzir custos de transação.

A depender da linha de pesquisa, macro ou microanalítica, cada autor faz seu recorte metodológico. Alguns têm como objeto de investigação o efeito de diferentes instituições sobre o desempenho econômico<sup>287</sup>. Não é este, reitere-se, o referencial teórico seguido nesta análise, que adota a particular linha teórica liderada por Williamson, a qual busca identificar como as

<sup>285</sup> FARINA, Maria M. Q.; AZEVEDO, Paulo F.; SAES, Maria S. M. **Competitividade**: mercado, estado e organizações. São Paulo: Singular, 1997, p. 62.

<sup>286</sup> FARINA, Maria M. Q.; AZEVEDO, Paulo F.; SAES, Maria S. M. **Competitividade**: mercado, estado e organizações. São Paulo: Singular, 1997, p. 67.

<sup>287</sup> É o caso de Douglas North, conforme explica: COSTA, Eduardo José Monteiro da. Instituições, evolução institucional e historiografia econômica: a contribuição de Douglas North. **Conexões**, Belém, v. 8, n. 1, jan.-jun. 2020, p. 39-43.

diferentes estruturas de governança lidam diversamente com os custos de transação. A próxima seção se dedica a esclarecer a abordagem desenvolvida pela ECT, que será aplicada ao cotejo e à seleção de estruturas de governança no ambiente societário que interessa para o propósito aqui almejado.

#### 5.4 Os determinantes dos custos de transação

Qualquer transação pode oferecer riscos de que os elementos acordados entre as partes não se efetivem<sup>288</sup>. A fim de que esses riscos não se materializem concretamente, as partes criam mecanismos e estruturas de governança, com o objetivo de mitigar tais riscos e suas consequências. O essencial propósito da ECT é explicar esses mecanismos, visando esclarecer como as partes se protegem dos riscos inerentes às relações de troca.

Reduzir riscos significa reduzir custos de transação, por isso, segundo a doutrina, é um elemento de eficiência na concorrência entre as empresas<sup>289</sup>.

O ângulo de análise adotado nesta pesquisa, todavia, é intrafirma, e não concorrencial. Utiliza-se do arcabouço teórico analisado para avaliar sua aplicação à redução dos custos de transação especialmente no procedimento de apuração de haveres e verificar, ainda, a potencial contribuição das estruturas de governança para servir como base de equilíbrio e parâmetro entre o exercício da autonomia privada e o dirigismo contratual.

Observam-se, então, os determinantes, também chamados de características ou atributos, dos custos de transação: especificidade dos ativos, frequência das transações, racionalidade limitada e comportamento oportunista. Os dois primeiros revelam uma dimensão objetiva dos custos de transação, ao passo que os dois últimos têm um caráter subjetivo, motivo pelo qual estes – a racionalidade limitada e o comportamento oportunista – também são chamados de pressupostos comportamentais dos custos de transação. É o que será explorado.

---

<sup>288</sup> Para obter os melhores retornos possíveis, as empresas não deveriam manter ativos improdutivos e seus financiamentos deveriam ser tomados com os mais baixos possíveis. No entanto, as empresas operam em um mundo que não é perfeito, apresentando, conseqüentemente, um mercado imperfeito. Este mercado se caracteriza por considerações incertas sobre demanda, preços, qualidade, etc. Uma das condições que tornam o mercado imperfeito está diretamente relacionada com os custos de transação, os quais são estudados dentro dos conceitos da nova economia institucional. PEREIRA, Carlos A.; MALAQUIAS, Rodrigo F.; RIBEIRO, Kárem C. de Souza. Quando custos de produção e custos de transação são mutuamente exclusivos? *Pesquisa & Debate*, SP, v. 21, n. 2, (38), p. 191-192, 2010.

<sup>289</sup> FARINA, Maria M. Q.; AZEVEDO, Paulo F.; SAES, Maria S. M. *Competitividade: mercado, estado e organizações*. São Paulo: Singular, 1997, p. 67.

### 5.4.1 Especificidade dos ativos

A especificidade dos ativos refere-se ao grau em que os ativos podem ser realocados para usos alternativos sem perda de valor. Ativos muito específicos<sup>290</sup>, como instalações especializadas, capital humano ou conhecimento técnico, criam uma dependência entre as partes transacionantes, aumentando o risco de comportamentos oportunistas e, por consequência, os custos de transação.

Tome-se, como exemplo, uma fábrica que produz componentes automotivos especializados para um grande fabricante de automóveis. Os equipamentos e as máquinas utilizados para produzir esses componentes são altamente específicos e não podem ser facilmente adaptados para produzir outros tipos de produtos. Devido à alta especificidade dos ativos, a fábrica se torna dependente do contrato com o fabricante de automóveis. Se o fabricante decide mudar de fornecedor ou reduzir significativamente suas encomendas, a fábrica enfrentará grandes dificuldades para encontrar novos clientes que possam utilizar seus equipamentos específicos, resultando em altos custos de transação para redirecionar ou adaptar a produção.

A determinação da especificidade de um ativo pode estar relacionada a fatores diversos<sup>291</sup>, por exemplo, (a) à especificidade física de um ativo, na hipótese da necessidade de se realizarem investimentos para adaptar esse ativo para um uso específico, o que reduz o seu valor para usos alternativos; (b) à especificidade do local, relativa à proximidade geográfica dos contratantes, para reduzir custos de transporte ou estoque, dificultando a realocação destes ativos; (c) à especificidade de um recurso humano cujas habilidades são adquiridas por *learning by doing*; (d) a ativos dedicados a uma função específica a pedido do cliente, capazes de deixar o seu proprietário com uma grande capacidade instalada ociosa em caso de ruptura do contrato; (e) à marca; (f) à especificidade temporal; e (g) à especificidade do *know-how* decorrente do processo produtivo que, por não ser patenteável e dificilmente transmissível, tornará muito custosa eventual mudança para um novo fornecedor.

A especificidade de ativos, aponta Williamson, é uma medida de realocabilidade de um ativo<sup>292</sup>, uma vez que ele é aferido mediante a comparação do valor a ele atribuído no contexto da transação e o valor que a ele seria atribuído em outros contextos de outras transações. Quanto

---

<sup>290</sup> WILLIAMSON, Oliver E. **The mechanisms of governance**. New York: Oxford University Press, Inc. 1996, p. 59-60.

<sup>291</sup> CAVALLI, Cassio M. **FGV – Empresa, direito e economia**. Rio de Janeiro: GEN, 2013 (*ebook*), p. 188.

<sup>292</sup> WILLIAMSON, Oliver E. **The mechanisms of governance**. New York: Oxford University Press, Inc. 1996, p. 13.

menor o valor de uso alternativo de um ativo, mais exposto estará seu proprietário ao oportunismo do outro contratante quando da necessidade de renegociar o contrato<sup>293</sup>.

Alguns dos principais acadêmicos estudiosos da NEI no Brasil destacam que o mais importante elemento incluído por Williamson na análise dos custos de transação foi a especificidade dos ativos. Sob essa perspectiva, observam:

[...] se uma determinada transação implica investimentos que lhe são específicos – não podendo ser utilizados de forma alternativa sem uma perda considerável – a parte que arcou com esses investimentos fica em uma posição especialmente sujeita a alguma ação oportunista das demais partes. Isto acontece porque a utilização de ativos específicos permite a geração de um excedente em relação ao que seria obtido empregando-se ativos não específicos (ou genéricos)<sup>294</sup>.

A ótica da especificidade dos ativos tem grande relevo para o exame do objeto de estudo desta tese, consistente na análise de critérios jus econômicos na apuração de haveres. Observe-se que, se a empresa tem investimentos em ativos de alta especificidade, e eventualmente tiver que incorrer em alienação de parte desses ativos para pagar valor de cotas sociais, apurado em procedimento de haveres, parte do excedente, ou mais valia, da empresa será perdida. A presença desse excedente a ser apropriado pela parte que se desliga da sociedade cria um problema de barganha que tem implicações em termos de eficiência dessa transação<sup>295</sup>.

Quanto mais específicos se tornam os ativos, e mais excedente é gerado, maior será a possibilidade de ocorrer comportamentos para ganhos oportunistas<sup>296</sup>. Daí a necessidade de se proceder, no âmbito da firma, à escolha de um mecanismo de governança para mitigar os riscos inerentes a esse tipo de transação. Devido à sua importância, aprofunda-se a análise dos mecanismos de governança em seção específica.

#### 5.4.2 Racionalidade limitada

Para a existência de custos de transação, reafirme-se, é necessário que se configurem previamente dois determinantes: a racionalidade limitada e o comportamento oportunista dos

<sup>293</sup> WILLIAMSON, Oliver E. The economics of organization: the transaction cost approach. The University of Chicago Press. **The American Journal of Sociology**, v. 87, n. 3, nov. 1981, p. 555.

<sup>294</sup> FARINA, Maria M. Q.; AZEVEDO, Paulo F.; SAES, Maria S. M. **Competitividade: mercado, estado e organizações**. São Paulo: Singular, 1997, p. 50.

<sup>295</sup> FARINA, Maria M. Q.; AZEVEDO, Paulo F.; SAES, Maria S. M. **Competitividade: mercado, estado e organizações**. São Paulo: Singular, 1997, p. 50.

<sup>296</sup> No caso, por exemplo, a tentativa do sócio retirante de ver o *goodwill* inserido na conta da apuração de haveres. Conforme já discutido na pesquisa, é preciso cautela nessa questão do ativo intangível não identificável na escrituração contábil.

agentes econômicos. Se, por um lado, ao se assumir o pressuposto da racionalidade limitada, tem-se que os contratos serão intrinsecamente incompletos, pois é impossível prever todas as contingências futuras, por outro lado, do comportamento oportunista decorre a imperiosa necessidade de se renegociar a transação a que se submetem as partes envolvidas.

Embora a ECT e a teoria dos contratos tenham um objeto de estudo comum, o contrato, e a transação como unidade de análise, elas não se confundem, na medida em que a racionalidade limitada é um traço característico, decisivo e distintivo apenas da ECT.

Confunde-se, não raro, o conceito de racionalidade limitada com o de incerteza, o que não é adequado. Racionalidade limitada é característica do agente (sócios ou sociedade), enquanto a incerteza é atributo do ambiente, peculiarmente da transação. O exemplo do jogo de xadrez é elucidativo:

No jogo de xadrez tudo é conhecido: regras, todos os lances anteriores e todos os lances possíveis, assim como as possíveis respostas a esses lances. A incerteza, portanto, é nula. A dificuldade encontrada em um jogo de xadrez depende somente da limitação à racionalidade, a qual implica a impossibilidade de solução de problemas demasiadamente complexos<sup>297</sup>.

A racionalidade limitada, que conduz à incerteza, é compreendida no sentido de que há limites na racionalidade humana para compreender, armazenar, processar e retransmitir informações de modo completo e sem erros<sup>298</sup>. A racionalidade limitada potencializa a incompletude contratual<sup>299</sup>, pois não há como prever contratualmente todas as possíveis contingências que podem ocorrer no curso da relação contratual.

A incerteza nas transações econômicas pode surgir de várias fontes, incluindo mudanças no ambiente econômico, comportamentos imprevistos das partes envolvidas e a complexidade das transações. Quanto maior a incerteza, maiores são os custos de planejar, adaptar e monitorar os acordos.

Imagine-se, ilustrativamente, uma empresa de desenvolvimento de *software* contratada para criar um sistema personalizado para uma grande empresa de logística. O projeto é complexo e envolve muitas variáveis desconhecidas, como mudanças nas necessidades do cliente e possíveis dificuldades técnicas não previstas inicialmente. A incerteza quanto ao resultado final e ao caminho necessário para alcançar esse resultado eleva os custos de

---

<sup>297</sup> FARINA, Maria M. Q.; AZEVEDO, Paulo F.; SAES, Maria S. M. **Competitividade**: mercado, estado e organizações. São Paulo: Singular, 1997, p. 75.

<sup>298</sup> WILLIAMSON, Oliver E. Markets and hierarchies: some elementary considerations. **American Economic Review**. American Economic Association, v. 63(2), 1973, p. 317.

<sup>299</sup> WILLIAMSON, Oliver E. **The mechanisms of governance**. New York: Oxford University Press, Inc., 1996, p. 6.

transação. Para mitigar essa incerteza, a empresa de *software* e o cliente podem estabelecer marcos e revisões periódicas do projeto, ajustando os termos do contrato conforme necessário ao longo do desenvolvimento. Essa abordagem adaptativa ajuda a gerir os riscos e a incerteza associados ao projeto.

Quanto mais complexo for um contrato, e a incerteza dele decorrente, mais custosa será a opção pela via contratual, pois, consoante observa a doutrina mais abalizada:

[...] podem surgir situações em que haverá necessidade de se fiscalizar ou renegociar contratos ao longo de seu cumprimento, pois, além das contingências possíveis em um mundo imprevisível, muitas vezes os contratantes não desubjetivam por completo, por meio da linguagem, o quanto pretendem pelo contrato e, portanto, qualquer conflito acerca da interpretação do contrato tenderá a ser resolvido por um terceiro que, necessariamente, deverá interpretá-lo<sup>300</sup>.

Entendidos como promessas de conduta futura, os contratos figuram como peça-chave para a organização da atividade econômica, já que regulam as interações, os direitos e os deveres, entre os agentes envolvidos.

De fato, a busca da firma pelo crescimento de seu desempenho econômico é frequentemente condicionada por incertezas, derivadas da limitada racionalidade sobre o conjunto de fatores que permeiam as transações econômicas, digam eles respeito às condições do ambiente econômico ou ao comportamento das partes envolvidas. E os contratos, entendidos como promessas de conduta futura, em um cenário previamente desconhecido, apresentam-se inevitavelmente incompletos<sup>301</sup> e munidos de riscos<sup>302</sup>.

Essas dificuldades de conciliação das condutas das partes em suas relações levadas a efeito, seja no mercado ou no interior da firma, geram relevantes custos de coordenação das transações, que afetam a performance econômica da organização. A doutrina explica os custos de transação como os gastos de recursos econômicos para “planejar, adaptar e monitorar as interações entre os agentes, garantindo que o cumprimento dos termos contratuais se faça de

<sup>300</sup> CAVALLI, Cassio M. **FGV** – Empresa, direito e economia. Rio de Janeiro: GEN, 2013 (*ebook*), p. 185.

<sup>301</sup> O contrato incompleto é analisado por uma das veias de estudo da escola do *Law and Economics*. Parte-se da premissa de que o contrato incompleto é uma técnica de decisão presente no ato de gerir as relações contratuais que se caracterizam pelo grau de complexidade e problema. Na busca pela eficiência contratual, os contraentes podem assim preferir um contrato flexível a um contrato que apresente uma alocação de risco ex ante rígida e imutável, pois o contrato flexível possibilita remediar a previsão defeituosa em momento posterior à contratação. CAMINHA, Uinie; LIMA, Juliana Cardoso. Contrato incompleto: uma perspectiva entre direito e economia para contratos de longo termo. **Revista Direito GV**, São Paulo, 10 (1), p. 162-163, jan.-jun. 2014.

<sup>302</sup> SARTO, Victor H. R.; ALMEIDA, Luciana T. A teoria dos custos de transação: uma análise a partir das críticas evolucionistas. **Revista Iniciativa Econômica**, v. 2, n. 1, 2015.

maneira satisfatória para as partes envolvidas e compatível com a sua funcionalidade econômica”<sup>303</sup>.

Os referidos custos de transação, os quais pretende-se mitigar ou evitar por meio dos mecanismos de governança, notadamente os arranjos contratuais, envolvem tanto os custos *ex-ante* de preparar, negociar e salvaguardar um acordo, quanto os custos *ex-post* dos ajustes e adaptações que resultam quando a execução de um contrato é afetada por falhas, erros, omissões e alterações inesperadas<sup>304</sup>.

Estão presentes os custos *ex ante*, no âmbito da apuração de haveres, quando da negociação das cláusulas contratuais envolvendo estudos, negociação e tempo para se bem definir no instrumento societário os critérios e métodos de cálculo do valor das cotas.

Por mais que se invista nessa fase *ex ante*, a fim de mitigar riscos, que na apuração de haveres pode implicar em processos judiciais longos, e com possíveis efeitos deletérios para a empresa, quando o sócio não concorda com o valor oferecido para as suas cotas, não é razoável imaginar que é possível assegurar a coordenação da transação somente pelas características *ex ante* do contrato<sup>305</sup>. Isso em razão dos atributos de complexidade envolvendo os bens transacionados (valor da participação societária) e da relação destes fatores com a incerteza do ambiente no qual operam, assim como dos atributos comportamentais das partes.

Existem, pois, os custos *ex-post* do contrato, criados a partir da necessidade de ajuste da relação transacional a novas conjunturas<sup>306</sup>. Em matéria de dissolução parcial de sociedade, mesmo que os sócios tenham o cuidado de preestabelecer no instrumento societário como se procederá ao cálculo e forma do pagamento dos haveres, o contexto econômico da própria firma, e o comportamento (por vezes, oportunista) do sócio retirante pode implicar em custos não possíveis de evitar *a priori*.

A fim de minimizar esses custos de transação, as firmas lançam mão de estruturas de governança, especificamente voltadas a coordenar suas transações. Essas formas institucionais, definidas por Williamson<sup>307</sup>, detalhadas a seguir, em especial a firma (hierarquia), o mercado e

<sup>303</sup> PONDÉ, João L.; FAGUNDES, Jorge; POSSAS, Mario. Custos de transação e políticas de defesa da concorrência. **Revista de Economia Contemporânea**, v. 1, n. 2, jul.-dez. 1997, p. 124.

<sup>304</sup> SIFFERT FILHO, Nelson F. **A teoria dos contratos econômicos e a firma**. 1996. Tese (Doutorado em Economia) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (USP), São Paulo, 1996, p. 50.

<sup>305</sup> SARTO, Victor H. R.; ALMEIDA, Luciana T. A teoria dos custos de transação: uma análise a partir das críticas evolucionistas. **Revista Iniciativa Econômica**, v. 2, n. 1, 2015.

<sup>306</sup> SIFFERT FILHO, Nelson F. **A teoria dos contratos econômicos e a firma**. 1996. Tese (Doutorado em Economia) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (USP), São Paulo, 1996, p. 50-51.

<sup>307</sup> WILLIAMSON, Oliver E. Markets and hierarchies: some elementary considerations. **American Economic Review**. American Economic Association, v. 63(2), 1973, p. 316.

os contratos (forma híbrida), buscam essencialmente reduzir esses custos. Essas estruturas de governança ganham especial relevo na teoria dos custos de transação, pois estes, em última análise referem-se aos custos de manter em funcionamento o sistema econômico – notadamente, da firma, na análise desta tese.

Um dos pontos em que a NEI mais se distancia da escola neoclássica, reitera-se, é exatamente o pressuposto comportamental da racionalidade individual. Quem se ocupou inicialmente de redefinir a racionalidade do agente econômico foi Herbert Simon<sup>308</sup>, para quem, o comportamento humano é intencionalmente racional, porém, de modo limitado. A economia, considerada a ciência da escassez ou das escolhas, a partir da contribuição de Simon, foi capaz de incorporar a escassez da capacidade de absorver e processar informações. Antes das contribuições de Simon, o estudo da escassez pressupunha racionalidade ilimitada, o que pode parecer um paradoxo<sup>309</sup>.

#### 5.4.3 Frequência das transações

A frequência com que as transações ocorrem entre as partes também influencia os custos de transação. Transações recorrentes podem justificar o desenvolvimento de arranjos de governança específicos, como contratos detalhados ou a integração vertical, para minimizar condutas oportunistas<sup>310</sup> e custos no longo prazo.

Considere-se, por exemplo, uma empresa de fabricação de móveis que precisa adquirir madeira de alta qualidade regularmente. Se a empresa compra madeira de um fornecedor diferente a cada vez que precisa, os custos de transação, como a busca por fornecedores, negociação de preços e termos, e inspeção da qualidade da madeira, são altos. No entanto, ao estabelecer um contrato de longo prazo com um fornecedor confiável, a empresa pode reduzir

---

<sup>308</sup> Herbert A. Simon dedicou sua longa carreira acadêmica à construção de uma teoria das decisões cujo mote central, que se manifesta em uma variedade de contribuições em diferentes disciplinas, é o respeito às condições reais nas quais os agentes tomam decisões – caracterizadas como condições de racionalidade limitada. Os “limites” à racionalidade decorrem de características tanto do tomador de decisões quanto do ambiente em que este se encontra, incluindo assim: (i) limites cognitivos de indivíduos e organizações, que possuem sempre uma capacidade limitada de coletar, processar e interpretar informações; (ii) a complexidade do problema decisório com o qual o agente relevante se defronta, resultante de atuar em uma ambiente cujas relações causais e regularidades são difíceis de serem discernidas; e (iii) a incerteza em relação a eventos exógenos. PONDÉ, João Luiz. Racionalidade, incomensurabilidade e história: um diálogo entre as obras de Herbert Simon e Tomas Kuhn. *Nova Economia*, v. 27, n. 3, set.-dez. 2017, p. 447.

<sup>309</sup> FARINA, Maria M. Q.; AZEVEDO, Paulo F.; SAES, Maria S. M. **Competitividade**: mercado, estado e organizações. São Paulo: Singular, 1997, p. 33.

<sup>310</sup> OLIVEIRA, Gabriel N. ARBAGE, Alessandro P. COSTA, Nilson L. Categorias de análise da economia dos custos de transação na decisão de inovar. *Redes* – Santa Cruz do Sul: Universidade de Santa Cruz do Sul, v. 23, n. 2, maio-ago. 2018, p. 319.

esses custos significativamente. A frequência alta e constante das transações justifica o desenvolvimento de uma relação de longo prazo, minimizando custos e aumentando a eficiência das operações.

Como aponta a doutrina, a frequência das transações tende à elaboração de mecanismos de governança mais sofisticados para tratar de interações de maior recorrência, já que as partes estão mais expostas à incerteza e os custos de transação daí decorrentes são maiores<sup>311</sup>. Disso decorre a necessidade de se utilizar arranjos contratuais mais abrangentes.

#### 5.4.4 Comportamento oportunista

Williamson enfatiza, sobre o comportamento oportunista, que os agentes econômicos podem agir buscando maximizar seus próprios interesses às custas das outras partes envolvidas. O oportunismo consiste num esforço para obter ganhos individuais por meio de uma falta de franqueza ou honestidade nas transações<sup>312</sup>.

Na ótica de análise da economia dos custos de transação, o oportunismo pode ocorrer em dois momentos. O primeiro, *ex ante*, quando da negociação do contrato, em razão de assimetria de informações. E o segundo, *ex post*, durante a execução ou renegociação do contrato, relacionado aos custos de monitoração e cumprimento contratual<sup>313</sup>.

Constitui tarefa primordialmente jurídica a identificação da possível ocorrência do risco de oportunismo *ex post* e a elaboração prévia das salvaguardas<sup>314</sup>. Isto é, o comportamento oportunista aumenta a necessidade de mecanismos de governança contratuais que protejam contra possíveis abusos e garantam a execução dos contratos.

Por exemplo, a hipótese de duas empresas, uma de tecnologia e outra de manufatura, formarem uma parceria para desenvolver um novo produto eletrônico. Ambas investem significativamente em recursos específicos para o projeto. No entanto, uma das empresas, percebendo que possui uma posição vantajosa, pode tentar renegociar os termos do contrato a seu favor ou não cumprir integralmente com suas obrigações, esperando que a outra parte ceda para evitar perdas maiores. Esse comportamento oportunista aumenta os custos de transação

<sup>311</sup> SARTO, Victor H. R.; ALMEIDA, Luciana T. A teoria dos custos de transação: uma análise a partir das críticas evolucionistas. **Revista Iniciativa Econômica**, v. 2, n. 1, 2015.

<sup>312</sup> WILLIAMSON, Oliver E. Markets and hierarchies: some elementary considerations. **American Economic Review**. American Economic Association, v. 63(2), 1973, p. 317.

<sup>313</sup> WILLIAMSON, Oliver E. Markets and hierarchies: some elementary considerations. **American Economic Review**. American Economic Association, v. 63(2), 1973, p. 317.

<sup>314</sup> WILLIAMSON, Oliver E. **The mechanisms of governance**. New York: Oxford University Press, Inc., 1996, p. 48.

devido à necessidade de monitoramento constante, renegociação e possíveis disputas legais. Para prevenir esse comportamento, as empresas podem estabelecer cláusulas contratuais detalhadas e mecanismos de resolução de conflitos, além de criar incentivos que alinhem os interesses de ambas as partes.

Esse tipo de exemplo ilustra como a teoria dos custos de transação de Williamson pode ser aplicada em diferentes contextos empresariais. Eles destacam a importância de escolher e desenhar mecanismos de governança que minimizem os custos associados às transações, promovendo eficiência e estabilidade nas relações econômicas. Passa-se, mais especificamente, aos mecanismos de governança nas relações societárias

## 5.5 Mecanismos de governança: mercados, hierarquia, estruturas híbridas

Williamson desenvolveu mecanismos específicos para a governança econômica, destacando a importância de selecionar estruturas (arranjos) que minimizem os custos de transação decorrentes de seus determinantes (oportunismo, incerteza, frequência das transações e especificidade dos ativos). Ele identificou três principais formas de governança: mercado, hierarquia e formas híbridas<sup>315</sup>.

### 5.5.1 Mercados

A respeito dos mercados, Williamson destaca que, quando os custos de transação são baixos, as transações podem ser eficientemente organizadas através do mercado, no qual os preços servem como o principal mecanismo de coordenação.

Considere-se, como exemplo, a transação de compra de serviços de *cloud computing* – hipótese de uma *startup* de tecnologia que precisa de serviços de armazenamento em nuvem para hospedar seus aplicativos e dados. Em vez de desenvolver sua própria infraestrutura de nuvem, a *startup* opta por comprar serviços de *cloud computing* de grandes provedores, como *Amazon Web Services* (AWS), Google Cloud ou Microsoft Azure. A *startup* avalia as ofertas disponíveis no mercado, compara preços e características, e escolhe o provedor que melhor atende suas necessidades. Essa decisão de utilizar o mercado para adquirir serviços permite à *startup* ser flexível, escalando rapidamente sua capacidade de armazenamento conforme

---

<sup>315</sup> WILLIAMSON, Oliver E. **The economic institutions of capitalism: firms, markets, relational contracting**. New York: Free Press, 1985, p. 52-59.

necessário, e evitando os altos custos fixos associados à construção e à manutenção de sua própria infraestrutura.

O mercado se mostra com a estrutura de governança mais adequada quando os ativos envolvidos na transação não apresentarem especificidade significativa. Trata-se de uma estrutura de governança não especializada, isto é, não contém regras específicas para uma dada transação individual, apenas regras gerais e simples aplicadas indistintamente a qualquer transação<sup>316</sup>.

Nas relações negociais no mercado, podem tanto o vendedor quanto o comprador serem substituídos por outro agente a qualquer momento, se houver interesse. Não havendo vínculo estabelecido entre as partes contratantes, não há que se cogitar de um interesse preciso em sustentar uma relação de longo prazo. Desse modo, a identidade das partes, comprador e vendedor, são irrelevantes para a transação.

O mercado, com seu sistema de preços e uma legislação contratual para dar suporte aos contratos, será suficiente para gerir as transações nele envolvidas. Isto porque, como os ativos não são tão específicos assim, os agentes econômicos podem substituir seus parceiros a qualquer momento, pois não há qualquer relação de dependência entre as partes.

Diante disso, Ronaldo Fiani explica:

os **incentivos à redução de custos e operação eficiente serão muito fortes** no caso do mercado, pois os preços competitivos forçarão vendedores e compradores a buscarem o emprego mais eficiente de seus recursos. A adaptação a distúrbios será essencialmente a **adaptação autônoma**: compradores e vendedores responderão a mudanças de preços de forma independente e espontânea<sup>317</sup> (grifamos).

A adaptação autônoma refere-se ao ajuste feito pelos agentes econômicos, individualmente, em resposta às mudanças no ambiente de mercado. No contexto de Williamson, ela ocorre quando os agentes tomam decisões isoladas para maximizar seus próprios interesses sem coordenação direta com outros agentes. Esse tipo de adaptação predomina nas estruturas de governança de mercado, nas quais os incentivos são fortes e a autonomia dos agentes é mantida.

---

<sup>316</sup> FIANI, Ronaldo. **Cooperação e conflito**: instituições e desenvolvimento econômico. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011, p. 100.

<sup>317</sup> FIANI, Ronaldo. **Cooperação e conflito**: instituições e desenvolvimento econômico. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011, p. 101.

Observa-se uma situação de adaptação autônoma em um mercado competitivo<sup>318</sup>, no qual uma empresa pode ajustar seu preço de venda em resposta a uma mudança no custo de insumos, como o petróleo, sem a necessidade de coordenar essa decisão com outros agentes. A empresa simplesmente responde aos sinais de preço de maneira autônoma. Essa eficiência de adaptação funciona bem em mercados nos quais os ativos transacionados não têm grande especificidade e os incentivos de mercado são suficientes para guiar o comportamento dos agentes.

Não havendo no mercado relações de dependência entre as partes, a cooperação não é um problema, e a melhor adaptação é aquela em que cada agente busca sua melhor solução.

Mas não é o que ocorre nas transações societárias envolvendo casos de dissolução parcial e apuração de haveres onde a identidade das partes é relevante. Imagine-se, por exemplo, no caso de um sócio ser substituído por óbito, por seus sucessores. Em casos de sociedades de forte *affectio societatis*, a entrada de novos sócios pode ser inviável, em razão do caráter *intuitu personae* da sociedade. Nestas situações, analogamente ao que explica a teoria de Williamson, a estrutura de governança deve ser específica, com previsão expressa das regras do jogo para as possíveis hipóteses de substituição de sócio.

### 5.5.2 Hierarquia

Em extremo oposto ao mercado está a estrutura de governança da hierarquia, no âmbito da qual a decisão se dá por autoridade hierárquica. É esta espécie de decisão que se observa no interior da administração de empresas privadas e públicas e órgãos da administração direta<sup>319</sup>.

O mecanismo da hierarquia tem lugar quando os custos de transação são altos, e as empresas podem internalizar as transações, criando estruturas hierárquicas que permitem uma coordenação mais direta e o controle sobre os ativos específicos. Nesta estrutura, as decisões e a coordenação entre as partes não são feitas por incentivos de mercado, mas por meio de ordens e de controles internos, ou seja, ao invés de deixar as partes agirem de maneira autônoma, as decisões são centralizadas e reguladas por uma hierarquia, como acontece numa empresa ou organização.

---

<sup>318</sup> Para o aprofundamento teórico do conceito de mercado competitivo recomenda-se: FIANI, Ronaldo. **Cooperação e conflito**: instituições e desenvolvimento econômico. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011, p. 26-31.

<sup>319</sup> FIANI, Ronaldo. **Cooperação e conflito**: instituições e desenvolvimento econômico. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011, p. 101.

Na hierarquia, os incentivos de mercado – como lucros ou benefícios financeiros diretos – são reduzidos ou quase ausentes. Isso porque, em vez de depender da competição ou da eficiência individual para motivar as ações, a empresa ou organização utiliza controles administrativos para orientar e regular o comportamento dos agentes<sup>320</sup> (como empregados ou subordinados). Esse controle administrativo pode ser algo como supervisão direta, regras rígidas ou procedimentos a seguir.

A escolha por essa estrutura de governança ocorre porque os ativos específicos envolvidos são muito importantes. Ativos específicos são aqueles que têm pouco ou nenhum valor fora da relação específica no qual foram desenvolvidos. Como esses ativos são essenciais e difíceis de substituir, a relação entre as partes (por exemplo, dentro de uma empresa) se torna muito interdependente, e para evitar conflitos ou ineficiências, são necessários controles mais rígidos, e não incentivos de mercado.

Imagine-se, por exemplo, uma grande empresa automobilística que produz carros. Essa empresa fabrica um tipo muito específico de motor cujo valor, fora dela, é muito baixo, porque ele foi projetado exclusivamente para os carros dessa montadora – ou seja, é um ativo altamente específico. Para garantir que a produção dos motores seja eficiente e que não haja falhas, a empresa não pode confiar em incentivos de mercado (como bonificar ou pagar mais a cada fornecedor). Ela precisa garantir que tudo seja feito conforme regras rígidas, com controle administrativo intenso. A fábrica deve seguir ordens diretas da empresa-mãe sobre como e quando produzir, como utilizar os materiais e quais testes de qualidade fazer. Isso cria uma estrutura de governança hierárquica, na qual as partes não têm liberdade para agir de maneira independente ou buscar seus próprios lucros.

Em situações como essa, há um esforço, consciente e deliberado, em elaborar mecanismos de coordenação interna que favoreçam a adaptação das transações a mudanças imprevistas<sup>321</sup>. Nota-se que os incentivos cedem lugar aos controles administrativos, mais adequados a promoverem uma adaptação coordenada, que são fortes na estrutura hierárquica.

A adaptação dita coordenada é necessária em situações nas quais há alta interdependência entre os agentes ou especificidade de ativos, pois as decisões individuais, nestes casos, podem não ser suficientes para lidar com as mudanças do ambiente econômico, e as partes precisam coordenar suas ações para garantir um resultado eficiente.

---

<sup>320</sup> WILLIAMSON, Oliver E. **The mechanisms of governance**. New York: Oxford University Press, Inc., 1996, p. 103-104.

<sup>321</sup> FIANI, Ronaldo. **Cooperação e conflito: instituições e desenvolvimento econômico**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011, p. 102.

No exemplo da montadora de carros, a adaptação coordenada seria o processo pelo qual a fábrica e a empresa-mãe ajustam suas ações de maneira conjunta e planejada, para responder a qualquer mudança no ambiente ou necessidade operacional, buscando manter a eficiência da produção. Isso é feito por meio de uma estrutura hierárquica, na qual o controle administrativo da empresa-mãe guia as adaptações necessárias para garantir a eficiência, e a fábrica segue essas diretrizes de maneira coordenada.

Conclui-se que a razão para a escolha da estrutura de governança hierárquica é que “há uma elevada proporção de ativos específicos envolvidos, de forma que as relações de interdependência mútua são tão importantes que a adoção de soluções cooperativas exige a aplicação de controles administrativos, e não de incentivos”<sup>322</sup>.

### 5.5.3 Formas híbridas

Entre mercados e hierarquias, existem as formas híbridas de governança, que combinam instrumentos de incentivo e controles administrativos (elementos de coordenação), de forma que há tanto espaço para adaptação autônoma, como para a adaptação coordenada<sup>323</sup>. Esses conceitos serão detalhados para, em seguida, serem compreendidos no contexto dos haveres.

Nas estruturas de mercado, os agentes operam de forma autônoma, guiados exclusivamente por incentivos (como a busca por lucros), enquanto nas hierarquias, as decisões são centralizadas e baseadas em controles administrativos rígidos. Já as formas híbridas têm características de ambos os modelos, proporcionando uma estrutura formada por incentivos tipicamente de mercado e elementos de controle ou coordenação hierárquica<sup>324</sup>.

Como exemplo de estrutura híbrida, mencionam-se as *joint ventures* duradouras, franquias e alianças estratégicas contratuais, contratos de cooperação de longo prazo. Essas estruturas combinam elementos de coordenação de mercado (incentivos) e elementos da coordenação hierárquica (controles) para minimizar os custos de transação em situações específicas.

<sup>322</sup> FIANI, Ronaldo. **Cooperação e conflito**: instituições e desenvolvimento econômico. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011, p. 102.

<sup>323</sup> FIANI, Ronaldo. **Cooperação e conflito**: instituições e desenvolvimento econômico. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011, p. 103.

<sup>324</sup> Fala-se que a Nova Economia Institucional explica a importância das instituições, tanto para a evolução socioeconômica da sociedade, como para prever e determinar padrões de comportamentos individuais perante diversas situações contratuais e sociais, especialmente, na esfera da atividade econômica. TIMM, Luciano B.; CARDOSO, Matheus F. P. Governança corporativa e análise econômica do Direito: ineficiência? In: OLIVEIRA, Fabrício de Souza; FALEIROS JÚNIOR, José Luiz de Moura (coord.). **Direito, governança corporativa e startups**. Indaiatuba, SP: Foco, 2024 (*ebook*). Disponível em: <https://plataforma.bvirtual.com.br>. Acesso em: 19 out. 2024.

Verifica-se, assim, que nas estruturas de governança híbridas há uma flexibilidade maior, a permitir que os agentes tomem decisões autônomas em certos contextos (incentivos de mercado), mas também exista coordenação por meio de regras e controles administrativos, quando necessário<sup>325</sup>. Isso permite que as partes se ajustem a novas condições econômicas de forma eficiente, utilizando tanto a adaptação autônoma, que oferece liberdade para reagir de maneira independente às mudanças do ambiente, quanto a adaptação coordenada, que garante às partes colaborarem de forma organizada e eficiente quando enfrentam situações mais complexas ou interdependentes.

Um exemplo prático da adoção do mecanismo da forma híbrida pode ser visto na hipótese de parceria estratégica para inovação tecnológica – situação em tese na qual uma empresa de tecnologia forma uma parceria estratégica com uma universidade renomada para realizar pesquisas avançadas em computação quântica. A parceria envolve a colaboração de cientistas e de pesquisadores de ambas as instituições, compartilhamento de recursos e codesenvolvimento de novas tecnologias. A governança híbrida é estabelecida por meio de um contrato de longo prazo detalhado que define os papéis e as responsabilidades de cada parte, os direitos de propriedade intelectual, os mecanismos de financiamento e os processos de resolução de disputas. Essa forma híbrida de governança permite que a empresa de tecnologia se beneficie da expertise acadêmica e inovação da universidade, enquanto mantém um certo grau de controle e alinhamento estratégico sobre os projetos de pesquisa, combinando elementos de mercado e hierarquia.

Observe-se que, quanto maior a presença de ativos específicos e de incerteza na transação, maiores a participação de controles administrativos e a importância da adaptação coordenada. A estrutura híbrida se aproxima, assim, da governança hierárquica. Por outro lado, quanto menor a presença de ativos específicos e de incerteza na transação, maiores a participação de incentivos e a importância da adaptação autônoma. A estrutura híbrida, desse modo, se aproxima da estrutura de governança de mercado<sup>326</sup>.

Como o objeto mais específico é analisar custos de transação intrafirma, nas relações societárias envolvendo haveres, assume grande importância o instrumento societário, contrato social ou acordo de sócios, que na proposta desta pesquisa também são compreendidos como instrumentos que concretizam estrutura híbrida de governança. Esses contratos consistem em

---

<sup>325</sup> Porque existe dependência bilateral, os contratos de longo prazo são apoiados por salvaguardas contratuais adicionais (mecanismos de solução de litígios, etc.). WILLIAMSON, Oliver E. **The mechanisms of governance**. New York: Oxford University Press, Inc., 1996, p. 104.

<sup>326</sup> FIANI, Ronaldo. **Cooperação e conflito: instituições e desenvolvimento econômico**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011, p. 103.

mecanismos voltados em certa medida para reduzir ou evitar potenciais conflitos societários<sup>327</sup>, mitigar custos de transação, proteger a atividade econômica e delimitar a margem de interpretação judicial. Qualquer um deles pode ser estruturado por uma proporção entre elementos de controle e de incentivos.

No escopo deste trabalho, os elementos de controle ou coordenação referem-se aos mecanismos formais que promovem a cooperação e o alinhamento entre os sócios, pretendendo que a relação societária funcione de maneira mais eficiente, com certo grau de previsibilidade na apuração de haveres. Os elementos de incentivos, por outro lado, são os mecanismos que motivam os sócios a agirem de maneira a promover o interesse coletivo, garantindo que a relação societária funcione de maneira eficiente e equilibrada.

No caso dos haveres, em cenários de dissolução parcial de sociedade, é possível visualizar a função desses elementos em estruturas de governança híbrida estabelecidas em instrumento societário próprio, notadamente o acordo entre sócios tratado na seção 3.7, para o seguinte:

i. *cláusulas com métodos de cálculo pré-definidos*: esse tipo de dispositivo pode prever um certo método de cálculo dos haveres para determinado tipo de ativo, com peculiar especificidade, e um segundo método de cálculo para outro ativo, também específico, e assim por diante, e o balanço de determinação para o restante do patrimônio societário envolvido. Cláusulas que definem, de maneira clara e objetiva, os métodos a serem utilizados para avaliar os haveres dos sócios têm o condão de mitigar o risco da judicialização prolongada da questão e oferece previsibilidade, reduzindo os *custos ex-post* de renegociação e litígios.

ii. *cláusulas de solução de conflitos*: o instrumento societário pode prever um mecanismo de mediação ou arbitragem, em vez de se recorrer diretamente ao Poder Judiciário, para o caso de desacordo sobre como apurar os haveres, reduzindo, desse modo, os custos de transação *ex-post*. A mediação e a arbitragem<sup>328</sup> são mecanismos adequados de solução de conflitos, menos burocráticos e mais ágeis, além de oferecer um ambiente mais flexível para adaptar-se a necessidades específicas.

<sup>327</sup> De fato, o institucionalismo econômico estuda formas organizacionais alternativas para reduzir custos derivados da racionalidade limitada ao mesmo tempo em que busca por salvaguardas contra o risco oportunístico. ROSENVALD, Nelson; OLIVEIRA, Fabrício. **Governança nos grupos societários: inovações**. Indaiatuba: Foco, 2023 (*ebook*). Disponível em: <https://plataforma.bvirtual.com.br>. Acesso em: 19 out. 2024.

<sup>328</sup> As boas práticas de governança recomendam que os contratos contenham cláusula dispondo que a conciliação e/ou a mediação precedam à arbitragem e que todas elas substituam o Poder Judiciário como mecanismo de solução de conflitos. PRADO, Roberta N. **Estratégias societárias e sucessórias no direito brasileiro**. v. V. Rio de Janeiro: Saraiva Jur, 2023 (*ebook*), p. 21.

iii. *cláusulas de não competição*: essas cláusulas restringem os sócios, após sua saída, de atuar em negócios concorrentes ou de tentar atrair clientes e colaboradores da sociedade. Esse tipo de dispositivo promove a proteção da sociedade de comportamentos oportunistas e a salvaguarda de ativos específicos, garantindo a continuidade dos negócios sem interferências prejudiciais em determinado período.

iv. *cláusulas de ajuste por performance*: outras espécies de incentivos podem ser do tipo que ajustam o valor das cotas sociais com base na performance individual dos sócios ou da sociedade. Por exemplo, se um sócio decide se retirar, o valor de suas cotas pode ser ajustado conforme sua contribuição nos anos anteriores, incentivando-o a permanecer comprometido até o momento da dissolução.

v. *cláusulas de remuneração e incentivos variáveis*. Para promover certos comportamentos, é possível prever mecanismos de remuneração variável atrelada ao desempenho da sociedade, ou de certos ativos, estabelecendo participação nos lucros ou bônus por metas alcançadas, promovendo a contribuição ativa dos sócios no sucesso do negócio.

vi. *cláusulas de penalidades*: também é possível estabelecer incentivos de condutas por meio de cláusulas penais para comportamentos que aumentem os custos de transação. Por exemplo, a tentativa do sócio se retirar da sociedade na vigência de cláusula de *lock up*, que bloqueia a saída de sócio até certo prazo, ou até atingir uma meta pela empresa<sup>329</sup>. Neste caso, a saída de sócio ficaria condicionada a penalidades que podem ser tanto o pagamento de multas e indenizações ou a obrigação da emissão de opção de compra da sua participação societária por preço pré-fixado.

vi. *call option* (opção de compra). Cláusula que tem por objetivo assegurar a um sócio o direito de comprar a participação, total ou parcial, de outro sócio, em determinadas circunstâncias específicas, e na forma ajustada. Por exemplo, a redação poderia ser “em cinco anos a contar da data da assinatura desse instrumento, o sócio ‘A’ tem o direito de, manifestando-se por escrito conforme estabelecido nas cláusulas [...], comprar a participação do sócio ‘B’, que fica obrigado a vender, conforme o preço e as condições de pagamento previamente ajustados”. Ou ainda, “em caso de dissolução parcial, o sócio ‘X’ tem o direito de adquirir a participação societária do sócio retirante, calculada por uma forma de avaliação

---

<sup>329</sup> A cláusula *lock up* pode ser usada para inibir a retirada imotivada de sócio, pode gerar desequilíbrio e colocar em risco a saúde financeira e operacional da empresa. Essa cláusula de restrição tem como principal objetivo limitar a saída de sócios sem uma justificativa válida, como a violação do contrato social, a perda de confiança ou do *affectio societatis* e outros motivos relevantes. FARIA JÚNIOR, Antônio de Pádua; ROMEIRO, Maria Eduarda Oliveira. **Limitações da restrição à saída imotivada de sócios nas sociedades limitadas**. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2024-set-04/restricao-a-saida-imotivada-de-socios-nas-sociedades-limitadas-quais-as-limitacoes/>. Acesso em: 20 out. 2024.

específica e predeterminada”. No dizer de Roberta Prado, a avaliação do valor das cotas sociais pode ser feita conforme a média de valores de mercado de duas ou mais avaliações (por exemplo, o valor do patrimônio líquido contábil ou o valor econômico, ou uma combinação das duas avaliações). O acordo de sócios pode estabelecer que o cálculo seja feito por um profissional ou empresa determinada<sup>330</sup>.

Observa-se que, cláusulas como essas citadas, para serem válidas, devem observar alguns requisitos. O ordenamento jurídico impõe o dever de observância à boa-fé, à legalidade e aos fins econômicos e sociais do direito. Essas cláusulas, por isso, não devem ser abusivas a ponto de prejudicar desproporcionalmente o sócio retirante da sociedade. O valor das cotas deve refletir um mínimo de razoabilidade, relacionado aos ativos empresariais e, como se vê adiante, à causa da dissolução societária. Outro requisito diz respeito ao dever de transparência, de maneira que essas cláusulas estejam claramente redigidas no instrumento societário e sejam aceitas por todos os sócios. Além disso, na prática, essas disposições devem conter a definição clara e manifesta dos eventos nos quais elas podem ser invocadas.

Desse modo estruturados, os mecanismos de governança coordenam e incentivam as ações dos sócios, buscando assegurar que, em caso de dissolução parcial, o procedimento de apuração de haveres seja conduzido de forma mais previsível, diminuindo custos de transação variados, entre eles o risco de intervenção judicial externa imediata. Dessa forma, visam garantir também a estabilidade das relações internas, alinhar os interesses dos sócios, evitar comportamentos oportunistas, e promover a proteção de ativos empresariais, criando um ambiente de boa governança<sup>331</sup>.

Os mecanismos de governança societária, na prática, podem ser compreendidos como dispositivos contratuais constituídos em acordos de sócios ou contratos sociais, que têm como objetivo regular e coordenar a atuação dos sócios, estabelecendo diretrizes claras para a tomada de decisões, a resolução de conflitos, o controle e os incentivos ao comportamento desejado.

Contudo, se a empresa (ou a firma) é considerada um mecanismo de governança, conforme proposto inicialmente por Coase, a forma jurídica que a subjetiva e acomoda a sua hierarquia e as suas funções, a sociedade deve ser compreendida como uma solução de

---

<sup>330</sup> PRADO, Roberta N. **Estratégias societárias e sucessórias no direito brasileiro**. v. V. Rio de Janeiro: Saraiva Jur, 2023 (*ebook*), p. 20.

<sup>331</sup> De forma simples, a boa governança significa criar um ambiente no qual as pessoas desejem voluntariamente cumprir as regras estabelecidas e tomar decisões no melhor interesse coletivo de longo prazo. SILVEIRA, Alexandre di Miceli da. **Governança corporativa: o essencial para líderes**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014 (Introdução).

governança, de maneira que não há propriamente a governança das sociedades, mas sociedades que governam (normativamente) a empresa<sup>332</sup>.

Essa nossa definição para os mecanismos de governança societária vai ao encontro dos objetivos centrais da política de boa governança corporativa<sup>333 334</sup>, quais sejam, aprimorar o processo, de forma a assegurar que as decisões sejam tomadas no melhor interesse da organização. Reduzir a probabilidade de surpresas negativas, contemplando os temas da gestão de riscos, da mitigação dos conflitos de interesses, dos controles internos, da adesão aos princípios éticos. Além disso, proporcionar transparência das informações financeiras e não financeiras, prestação de contas e sustentabilidade e promover o exercício efetivo dos direitos de todos os sócios<sup>335</sup>.

Fala-se que, tão maior será o valor da empresa quanto maior for a expectativa de geração de fluxo de caixa ao longo do tempo e menor for o custo de capital. A boa governança corporativa pode colaborar em ambos os sentidos dessa equação<sup>336</sup>.

Pela perspectiva dos benefícios internos, um sistema de governança corporativo bem estruturado e efetivo tende a melhorar as decisões empresariais e a aumentar a probabilidade de cumprimento dos regramentos estabelecidos, levando a expectativas de fluxos de caixa mais positivos. Pela perspectiva dos benefícios externos, a implantação de um bom modelo de governança gera mais confiança para os *stakeholders*, isto é, todos aqueles que apostaram na empresa. Assim, as empresas percebidas como bem governadas se tornam mais atraentes para investidores, promovendo uma diminuição no custo do capital<sup>337</sup>.

---

<sup>332</sup> ROSENVALD, Nelson; OLIVEIRA, Fabrício. **Governança nos grupos societários: inovações**. Indaiatuba: Foco, 2023 (*ebook*). Disponível em: <https://plataforma.bvirtual.com.br>. Acesso em: 19 out. 2024.

<sup>333</sup> Governança corporativa é um sistema formado por princípios, regras, estruturas e processos pelo qual as organizações são dirigidas e monitoradas, com vistas à geração de valor sustentável para a organização, para seus sócios e para a sociedade em geral. Esse sistema baliza a atuação dos agentes de governança e demais indivíduos de uma organização na busca pelo equilíbrio entre os interesses de todas as partes, contribuindo positivamente para a sociedade e para o meio ambiente. IBGC. **Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa**. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. 6. ed. São Paulo, SP: IBGC, 2023, p. 17.

<sup>334</sup> Ainda não se conseguiu produzir uma definição sobre o tema governança corporativa que magnetize a mente das pessoas a ponto de eclipsar as demais formas de conceituá-la. Isso também se aplica a temas como “firma” e “estratégia” (existem diferentes teorias que explicam o que eles significam), os quais exigem o estudo de correntes de pensamento para que se possa ter uma ideia do que foi criado e condensando ou não sobre o assunto. Governança corporativa é, com certeza, um tema complexo, de natureza multidisciplinar, composto por variáveis de campos do conhecimento como economia, finanças, teoria organizacional, direito, sociologia, ética, comunicação, e teoria da informação. RODRIGUEZ, Gregorio Mancebo; BRANDÃO, Mônica Mansur. **Visões da governança corporativa: a realidade das sociedades por ações e a sustentabilidade**. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 4.

<sup>335</sup> SILVEIRA, Alexandre di Miceli da. **Governança corporativa: o essencial para líderes**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014, p. 5.

<sup>336</sup> SILVEIRA, Alexandre di Miceli da. **Governança corporativa: o essencial para líderes**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014, p. 13.

<sup>337</sup> SILVEIRA, Alexandre di Miceli da. **Governança corporativa: o essencial para líderes**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014, p. 13.

Destaque-se que, em última instância, o tratamento conferido às formas de apuração de haveres, via mecanismos de governança societária, integra uma estrutura maior de políticas de governança corporativa, com capacidade para contribuir com a maximização do valor da empresa.

## 5.6 Correlação do método de apuração de haveres com a causa da dissolução parcial

Para mitigar custos de transação na apuração de haveres, e buscar um valor justo para as cotas sociais em cada situação concreta, à luz da teoria de Oliver Williamson, é essencial sempre considerar como as características das transações (princípios dessa teoria) podem influenciar a definição do método de cálculo a ser utilizado e as consequências para as partes da aplicação do método definido. Para estruturar mecanismos de governança, nesse sentido, sugere-se ter como parâmetro, em primeiro lugar, o atributo das transações denominado especificidade de ativos<sup>338</sup>, eixo central desta análise.

Quanto maior a especificidade dos ativos, reitere-se, maior é a dependência entre as partes e, conseqüentemente, maiores são os custos de transação associados à renegociação ou liquidação desses ativos. No contexto da apuração de haveres, se os ativos da sociedade, como patentes, marcas ou *know-how*, são altamente específicos, pode ser indicado um método de avaliação que considere a perspectiva econômica desses intangíveis.

Já foi analisada a crítica ao fato de se considerar o método do fluxo de caixa descontado para capturar o valor futuro de intangíveis, pois isso potencialmente geraria o enriquecimento sem causa do sócio que está saindo da sociedade, em razão de se antecipar para ele o recebimento de lucros, sem que ele estivesse participando dos riscos da atividade empresarial. Também já foi exposta uma forma alternativa de aplicar o FCD desconsiderando a apropriação de receitas futuras, com o objetivo de buscar equilíbrio entre os direitos do sócio retirante e dos sócios remanescentes.

---

<sup>338</sup> Muitos ativos específicos são intangíveis – por exemplo, pesquisa, desenvolvimento e propaganda. É difícil medi-los e avaliá-los. Transações com esses ativos serão afetadas pela assimetria informacional entre *insiders* e *outsiders* da firma. Conseqüentemente, eles poderão ser negociados a preços inferiores e, se a firma for liquidada, o seu valor de mercado cairá muito. Para a firma, os ativos específicos criam tantos problemas quanto oportunidades. O problema é que a possibilidade de a firma financiar esses ativos com capitais de terceiros é limitada pela natureza desses próprios ativos. Por outro lado, a firma também tem a oportunidade de desenhar e gerenciar estruturas de governança e relacionamentos de modo que o problema seja mitigado. POHLMANN, Marcelo C.; AGUIAR, Andson Braga de; BERTOLUCCI, Aldo; MARTINS, Eliseu. Impacto da especificidade de ativos nos custos de transação, na estrutura de capital, e no valor da empresa. **Revista Contabilidade & Finanças** – USP, São Paulo, Edição Especial, p. 29, 30 jun. 2004.

Para mitigar esse risco de enriquecimento sem causa, outras abordagens podem ser adotadas, seguindo a estruturação de mecanismos de governança contratuais aplicados à apuração de haveres.

Utilizando o mecanismo de governança dos arranjos contratuais (forma híbrida) para o caso da aplicação do fluxo de caixa descontado como método de apuração de haveres, é possível prever cláusulas específicas no instrumento societário para que tratem de descontos e de ajustes no cálculo dos haveres, de maneira que reflitam o risco associado ao sócio não participante na futura geração de lucros. Isso significa ajustar o valor calculado para considerar o fato de que o sócio que está saindo não estará exposto aos riscos futuros da operação da empresa.

Nesse sentido, deve-se considerar na avaliação que o valor de uma empresa está fortemente ligado ao grau de especificidade de seus ativos. Assim, na hipótese de descontinuidade, o valor do ativo será reduzido significativamente, em razão de não ter a mesma utilidade em outra aplicação<sup>339</sup>. Então, assumindo-se a existência de risco ou a incerteza associada aos eventos futuros, qualquer avaliação de ativos feita pelo critério econômico precisa ponderar como possível de ocorrer o evento insucesso, em que o empreendimento seria descontinuado. Nesse cenário, uma perda de valor do ativo estaria associada à descontinuidade da empresa, de maneira que, se estiverem envolvidos ativos específicos, essa perda seria bem maior do que na hipótese contrária. Logo, “o valor presente dos fluxos de caixa futuros de um investimento vinculado a ativos com alto grau de especificidade deve ser menor do que aquele com baixo grau”<sup>340</sup>.

Outra medida possível, também pelo mecanismo de governança dos arranjos contratuais, é estabelecer uma forma de apuração de haveres diferida. O pagamento do valor calculado ao sócio retirante pode ser parcelado, em longo prazo, ou feito em momentos futuros, alinhado ao fluxo de caixa real gerado pela empresa. Essa estratégia alinha o recebimento do sócio ao efetivo desempenho da sociedade e à realização dos valores estimados.

Ainda, é possível criar arranjos contratuais que permitam ajustes futuros nos valores a serem pagos a título de liquidação das cotas, caso a performance real da empresa, ou de ativos específicos, não corresponda às projeções feitas por ocasião do cálculo inicial dos haveres. Isso

---

<sup>339</sup> POHLMANN, Marcelo C.; AGUIAR, Andson Braga de; BERTOLUCCI, Aldo; MARTINS, Eliseu. Impacto da especificidade de ativos nos custos de transação, na estrutura de capital, e no valor da empresa. **Revista Contabilidade & Finanças** – USP, São Paulo, Edição Especial, 30 jun. 2004, p. 30.

<sup>340</sup> POHLMANN, Marcelo C.; AGUIAR, Andson Braga de; BERTOLUCCI, Aldo; MARTINS, Eliseu. Impacto da especificidade de ativos nos custos de transação, na estrutura de capital, e no valor da empresa. **Revista Contabilidade & Finanças** – USP, São Paulo, Edição Especial, 30 jun. 2004, p. 30.

protege os sócios remanescentes e a sociedade contra a superavaliação dos haveres a serem pagos.

O atributo do comportamento oportunista de sócio também importa ser considerado na estruturação de mecanismos de governança na apuração de haveres.

Considerando, por exemplo, a complexidade e a controvérsia já citadas sobre o *goodwill* integrar ou não o cálculo dos haveres, e considerado o risco de o sócio exercer seu direito de retirada imotivada, e levar consigo o valor de sua participação societária da qual também faça parte o *goodwill*, o arranjo contratual pode estabelecer um método de cálculo de haveres específico para essa hipótese.

A estrutura de governança híbrida, nessa situação, pode estabelecer um dispositivo de incentivo ao não exercício do direito de retirada imotivada, considerando contratualmente que, neste caso, o sócio retirante não faria jus ao cálculo do *goodwill* na apuração dos haveres de sua participação societária.

Se, porém, o sócio retirante demonstrar judicialmente que o motivo de sua saída foi a quebra da confiança, *affectio societatis*<sup>341</sup>, causada de forma concreta por conduta violadora da boa-fé, do contrato social, ou da lei, praticada por sócio remanescente, o mecanismo de governança pode prever que, nesta hipótese, deve ser incluído o *goodwill* no cálculo dos haveres.

Posição similar defende Henrique Avelino Lana<sup>342</sup>, para quem, os haveres societários têm natureza de lucros cessantes e, por isso, não faria sentido o *goodwill* integrar os haveres em caso de exercício de retirada imotivada de sócio:

Entende-se que a mera denúncia desmotivada, ensejando a dissolução extrajudicial, não traria jus ao recebimento do aviamento, tendo em vista que foi o dissidente, por iniciativa volitiva própria, valendo-se de sua liberalidade, quem escolheu não mais correr o risco inerente ao exercício da atividade, o que conduz automaticamente ao ônus de não receber lucros futuros em relação à atividade na qual não se assume o risco do insucesso<sup>343</sup>.

<sup>341</sup> Por ser um liame subjetivo e uma afeição entre os sócios para formar uma sociedade, em decorrência de assuntos rotineiros ou por fatos supervenientes à formação da pessoa jurídica, esse elo pode se abalar ou até mesmo se quebrar, situação em que os sócios já não mais confiam uns nos outros ou perderam o interesse pela atividade. Essa quebra pode, principalmente nas sociedades consideradas de pessoas, acarretar numa dissolução parcial, ou até na dissolução total da pessoa jurídica. Esse entendimento é pacífico na doutrina e nos Tribunais. SARHAN JÚNIOR, Suhel. **Curso de direito empresarial**. 2. ed. Rio de Janeiro: Processo, 2019, p. 171 (*ebook*). Disponível em: <https://plataforma.bvirtual.com.br>. Acesso em: 19 out. 2024.

<sup>342</sup> LANA, Henrique Avelino Rodrigues de Paula. **Análise econômica acerca da inclusão do aviamento na apuração de haveres do sócio em dissolução parcial nas sociedades limitadas**. 2012. Dissertação (Mestrado em Direito Privado) – Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais (PUC-MG), Belo Horizonte, 2012, p. 152.

<sup>343</sup> LANA, Henrique Avelino Rodrigues de Paula. **Análise econômica acerca da inclusão do aviamento na apuração de haveres do sócio em dissolução parcial nas sociedades limitadas**. 2012. Dissertação (Mestrado em Direito Privado) – Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais (PUC-MG), Belo Horizonte, 2012, p. 151-152.

A proposta da presente tese neste ponto tem caráter complementar à proposição sustentada por Lana, na medida em que, por um lado, com ela coincide na justificativa para o sócio receber o *goodwill* se comprovar concretamente a quebra da confiança praticada por outro sócio, por outro lado, a complementa, uma vez que propõe seja tal hipótese de dissolução parcial prevista contratualmente, com a respectiva forma de apuração de haveres<sup>344</sup>.

Sobre a pesquisa empírica, realizada por amostragem na 2ª Vara Empresarial e de Conflitos Relacionados à Arbitragem do TJ-SP, sobre ações de dissolução parcial de sociedade, Renata Mota Maciel e Maurício Pessoa afirmam que 65% dos casos concretos analisados<sup>345</sup> diziam respeito ao exercício do direito de retirada imotivada<sup>346</sup> de sócio em sociedades limitadas. Segundo os autores, em grande parte desses casos havia apenas dois sócios na sociedade, cada um titular de 50% das cotas sociais. Os contratos sociais não versavam sobre o exercício do direito de retirada nem sobre critério de apuração de haveres.

A reflexão dos autores da pesquisa empírica é na seguinte direção: se o exercício do direito de retirada pode ser imotivado e as consequências da apuração de haveres não podem ser desprezadas, dada a repercussão para o exercício da atividade econômica explorada pela sociedade (v.g desembolso para pagamento dos haveres), o critério a ser utilizado para apurar o valor das cotas sociais parece guardar relação direta com a possibilidade de retirar-se da sociedade sem demonstrar justificativa<sup>347</sup>.

---

<sup>344</sup> Consideramos essa questão relevante, pois, conforme anota a doutrina: “parcela significativa dos ativos específicos da firma se constituem, na verdade, de intangíveis, ligados a investimentos ditos de reputação, como pesquisa e desenvolvimento, propaganda, qualificação do pessoal, etc. São itens que agregam valor ao negócio assumindo-se a continuidade do empreendimento; numa situação de descontinuidade, à exceção de valores associados à marca, que podem ser negociados, tais ativos teriam valor de liquidação muito inferior ao que foi investido inicialmente”. POHLMANN, Marcelo C.; AGUIAR, Andson Braga de; BERTOLUCCI, Aldo; MARTINS, Eliseu. Impacto da especificidade de ativos nos custos de transação, na estrutura de capital, e no valor da empresa. **Revista Contabilidade & Finanças** – USP, São Paulo, Edição Especial, 30 jun. 2004, p. 31.

<sup>345</sup> A pesquisa considerou decisões das Câmaras Reservadas de Direito Empresarial do TJ-SP, complementada por amostragem de ações julgadas em primeiro grau de jurisdição na segunda Vara Empresarial e de Conflitos relacionados à Arbitragem da Capital do Estado de São Paulo. MACIEL, Renata Mota; PESSOA, Maurício. Exercício do direito de retirada imotivado e critérios para apuração de haveres: correlação necessária? In: CUNHA, Fernando Antonio Maia da; LAZZARESCHI, Alfredo Sérgio (coord.). **Direito empresarial aplicado**. v. 2. São Paulo: Contracorrente, 2022, p. 270.

<sup>346</sup> Parece não haver dúvidas de que a retirada imotivada de sócio de sociedade limitada, contratada por prazo indeterminado, se trata de direito potestativo dos sócios, encontrando-se facilmente decisões judiciais nesse sentido. BRASIL. **Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo**. Agravo de Instrumento n. 2012495-08.2024.8.26.0000; Rel. Azuma Nishi, 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial; Comarca SP, 2ª Vara Empresarial e Conflitos de Arbitragem do Foro Central Cível; BRASIL. **Tribunal de Justiça do Estado de Minas Gerais**. Apelação Cível 1.0079.03.106570-3/001. Rel. Des. Rinaldo Kennedy Silva. 16ª Câmara Cível Especializada. Comarca: Contagem, j. 17-08-2022.

<sup>347</sup> MACIEL, Renata Mota; PESSOA, Maurício. Exercício do direito de retirada imotivado e critérios para apuração de haveres: correlação necessária? In: CUNHA, Fernando Antonio Maia da; LAZZARESCHI, Alfredo Sérgio (coord.). **Direito empresarial aplicado**. v. 2. São Paulo: Contracorrente, 2022, p. 277-278.

Concorda-se com essa posição sobre a necessária análise da correlação entre a causa da dissolução societária por retirada imotivada e o critério de apuração de haveres a ser utilizado. Nesse mesmo sentido se propõe que um dos critérios para se cogitar do *goodwill* fazer ou não parte dos haveres, é a apreciação do fato da retirada do sócio ser meramente imotivada ou haver comprovação de quebra de confiança provocada por sócio remanescente.

A análise da possível correlação entre a causa da dissolução societária e o modo de se calcular os haveres, argumenta-se, deve ser ainda mais extensiva. Deve-se considerar a causa da dissolução societária, qualquer que seja ela – retirada, morte, exclusão de sócio ou direito de ex-cônjuge meeiro, e estruturar, sob a perspectiva da teoria dos custos de transação, mecanismos de governança que estabeleçam o método de cálculo a ser aplicado conforme a causa do desligamento do sócio, sem descuidar das especificidades dos ativos envolvidos na avaliação.

Tome-se como exemplo o óbito de sócio como causa de dissolução parcial. A morte de um sócio pode ter vários impactos significativos na empresa, tanto em termos de operação quanto de valor dos ativos. Esses impactos incluem: i. perda de conhecimento e habilidades, especialmente se o sócio desempenhava um papel central na gestão ou na execução de atividades específicas; ii. alterações na governança, pois a ausência de um sócio pode mudar as dinâmicas de poder e tomada de decisão dentro da empresa; iii. potenciais disputas entre os sócios remanescentes e os herdeiros do sócio falecido.

Para mitigar custos de transação nessa situação, o instrumento societário pode fixar que, no caso de falecimento de sócio, os herdeiros, beneficiários das cotas sociais, ao invés de solicitarem a sua liquidação<sup>348</sup> (o que poderia causar prejuízo à sociedade), iriam ingressar no quadro societário da empresa. Embora não tenham direito de votar nas deliberações sociais, tornam-se sócios preferenciais, com benefícios econômicos conferidos pela classe especial de cotas. É uma forma de buscar o equilíbrio entre o interesse dos herdeiros, sem prejudicar as contas da sociedade e sem que o seu ingresso no quadro societário cause impacto na *affectio societatis*, pois quem possuía *animus* societário com os demais sócios era o sócio falecido e não necessariamente os seus herdeiros. Esse tipo de arranjo de planejamento sucessório se caracteriza por constituir forma *ex ante* destinada a assegurar simetria de informações necessárias para a transação envolvendo as cotas adquiridas pelos herdeiros<sup>349</sup>.

---

<sup>348</sup> BRASIL. Código Civil (2002). “Art. 1.028. No caso de morte de sócio, liquidar-se-á sua quota”.

<sup>349</sup> MOREIRA, Pedro A. **Planejamento sucessório em sociedade limitada: análise econômica das formas de transmissão das quotas sociais por morte de sócio**. 2017. Dissertação (Mestrado em Direito Privado). Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2017, p. 111.

Outra forma de reduzir o comportamento oportunista e mitigar potenciais conflitos entre os sócios sobreviventes e os herdeiros, em aderência ao modelo de governança híbrida, é incorporar ao contrato, por exemplo, cláusulas *by or sell agreement*<sup>350</sup>, que permitam aos sócios sobreviventes comprar a participação dos herdeiros, ou vice-versa, com base em avaliações de ativos predefinidas. Esse tipo de cláusula pode ser estruturada como forma de incentivo ao que se pretende, por exemplo, a compra das cotas sociais dos herdeiros pelos sócios.

Modelos de governança híbrida, estruturados com dispositivos de controle e de incentivos, permitem a adaptação a diferentes situações e a incorporação de cláusulas específicas no instrumento societário para definir procedimentos claros na apuração de haveres. Como parâmetros para se definir critérios e formas de pagamentos dos haveres, essas estruturas podem considerar, na proposta apresentada nesta tese, a causa da dissolução societária, como no exemplo da morte de um sócio, e a especificidade dos ativos.

Assim, pela perspectiva da especificidade dos ativos, cogita-se do seguinte: para ativos tangíveis, físicos, como equipamentos, imóveis, estoques e veículos, fixar contratualmente o critério patrimonial e o método do balanço de determinação, para apurar os haveres. No caso de ativos intangíveis, com definido período de exploração econômica, como as licenças de *software*, estabelecer o critério econômico, calculado pelo fluxo de caixa descontado. E para ativos intangíveis cuja exploração econômica tem caráter perpétuo, como as marcas, preestabelecer o critério econômico, pelo método do fluxo de caixa descontado (fazendo possíveis ajustes nos parâmetros para o cálculo, e considerando a causa da dissolução parcial da sociedade).

A hipótese decorrente da liquidação das cotas sociais do sócio falecido foi tomada como exemplo para verificar a viabilidade de se aplicar a teoria dos custos de transação de Oliver Williamson no contexto da apuração de haveres. Isso não significa que a teoria não tem aderência a outras situações de apuração de haveres aqui não descritas, ao contrário.

O objetivo aqui não é esgotar o exame de todas as possibilidades e cenários imagináveis de apuração de haveres, o que não seria crível. As cláusulas elencadas como exemplo não exaurem as estratégias de governança que podem ser arquitetadas contratualmente para cada hipótese de dissolução parcial de sociedade sob a perspectiva da teoria dos custos de transação.

---

<sup>350</sup> *By or sell* são cláusulas que preveem que, em determinadas situações de impasse, um sócio ofereça sua participação societária ao outro, por determinado preço e condições, cabendo ao outro sócio optar por comprá-la ou vendê-la, pelo mesmo preço e condições ofertadas. É um tipo de cláusula cada vez mais comum em acordos de sócios, pela sua qualidade de “resolver conflitos” na medida em que tem por objetivo “pôr fim” a algum desentendimento que possa prejudicar os negócios da empresa e, também, os interesses das partes envolvidas, tanto de quem sai quanto de quem fica na sociedade. PRADO, Roberta N. **Estratégias societárias e sucessórias no direito brasileiro**. v. V. Rio de Janeiro: Saraiva Jur, 2023 (*ebook*), p. 21.

Busca-se, na verdade, clarificar e compreender a teoria dos custos de transação desenvolvida por Williamson, a fim de analisar sua utilidade na apuração de haveres, com intuito de reduzir os custos de transação, minimizar conflitos, proteger ativos empresariais e promover transparência na apuração de haveres.

Mesmo distante da possibilidade de apresentar todas as situações que poderiam ser objeto de tratativa contratual *ex ante*, o que se conclui é que, no contexto da apuração de haveres, a identificação da especificidade dos ativos envolvidos é fundamental para se identificar os métodos de cálculo a serem utilizados, tendo em vista que se pretende alcançar o valor justo das cotas sociais, conforme já analisado neste estudo.

Em linha com a teoria de Williamson, para mitigar custos transacionais, a tese aqui desenvolvida propõe que se estabeleçam estruturas de governança híbridas, a fim de prever em instrumento societário interno as formas de apurar os haveres, que podem ser plurais na mesma situação concreta, considerando a especificidade de cada ativo envolvido e a causa da dissolução societária.

## 6 CRITÉRIOS JUS ECONÔMICOS DE INTERPRETAÇÃO NA APURAÇÃO DE HAVERES

Comenta-se na doutrina a existência de certa confusão no tratamento de contratos empresariais, no sentido de eles serem, por vezes, equivocadamente, sujeitos à mesma disciplina jurídica dos contratos civis em geral. Isso talvez ocorra, especialmente, após a promulgação do CC/2002, diploma que revogou as antigas disposições relativas aos contratos mercantis presentes no Código Comercial de 1850 (arts. 121 a 286), passando a disciplinar também parte dos contratos empresariais<sup>351</sup>. O art. 2.045 do CC/2002 revogou a primeira parte do Código Comercial de 1850, unificando, assim, o direito das obrigações, aplicável tanto aos contratos de natureza civil como aos comerciais.

A alteração promovida no CC/2002 no que tange à unificação das obrigações civis e comerciais não implica, porém, na unificação das esferas que regulam cada uma delas. O direito empresarial continua com autonomia<sup>352</sup> didática, científica e principiológica em relação ao direito civil, o que permite a manutenção de assuntos que lhes são peculiares.

Uniformizou-se, desse modo, tão somente o que se refere ao direito obrigacional. Não foi objetivo do legislador estabelecer a unidade do direito privado. O que na realidade se fez foi alicerçar e aperfeiçoar o que na prática já estava sendo seguido no Brasil: a unidade do direito das obrigações.

De fato, antes mesmo da unificação formal do direito das obrigações, prevaleciam para o direito comercial os mesmos princípios estabelecidos para os negócios, no direito civil. A atividade empresarial submetia-se aos mesmos princípios gerais estabelecidos no Código Civil<sup>353</sup>. Nesse sentido, a revogada norma do art. 121 do Código Comercial estabelecia: “As regras e disposições do Direito Civil para os contratos em geral são aplicáveis aos contratos comerciais, com as modificações e restrições estabelecidas neste Código [...]”.

---

<sup>351</sup> RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; CAMPOS, Diogo Caetano da Silva. Contratos empresariais pós CC/02: autonomia, características e regime jurídico. In: LUPION, Ricardo; ARAÚJO, Fernando (org.). **15 anos do Código Civil**: direito de empresa, contratos e sociedades. Porto Alegre, RS: Fi, 2018, p. 32 (*ebook*).

<sup>352</sup> A autonomia da matéria comercial decorre do art. 22, I, da CF/1988, devendo ser considerado que “a unificação legislativa do direito privado, operada pelo advento do CC/2002, ainda que o casamento do conservadorismo civil com o dinamismo comercial precipite a adoção de soluções artificiais, nem sempre tranquilas. É certo que o direito comercial não perde sua autonomia, mas também é certo que o tratamento ensejado pelo CC aos contratos, antes regulados no Código Comercial, não é suficiente para abranger toda gama de questões que se renovam diuturnamente [...]”. FAZZIO JUNIOR, Waldo. **Manual de direito comercial**. 15. ed. São Paulo: Atlas, 2014, p. 8.

<sup>353</sup> FRANCO, Vera Helena de Mello. **Contratos direito civil e empresarial**. 3. ed. São Paulo: RT, 2012, p. 25.

Em que pese a unificação do direito obrigacional, os contratos empresariais atraem a incidência de regime jurídico próprio – de direito empresarial – que não se confunde com os regimes aplicáveis a outras categorias contratuais.

Advertem Marcia Carla Pereira Ribeiro e Diogo Caetano da Silva Campos que essa não distinção dos regimes jurídicos que incidem em cada categoria contratual (v.g. civil, empresarial, consumo) acaba se refletindo na jurisprudência que, por vezes, analisa os contratos civis e empresariais sob a mesma ótica e lógica. Em muitos casos, isso resulta em interpretações desconectadas da realidade empresarial, com potencialidade de causar problemas ao fluxo econômico e aumento de custos no mercado brasileiro<sup>354</sup>.

Corroborando a existência dos contratos empresariais enquanto categoria autônoma do direito privado, Vera Helena de Mello Franco leciona<sup>355</sup>:

**A especialidade do direito empresarial, portanto, decorre do elemento técnico, consubstanciado na operação econômica que é o substrato dos contratos empresariais**, aliada à intermediação, transformação e criação para o mercado – isso, usualmente, mediante produção em massa. Mal não faz lembrar, outrossim, que até a noção de propriedade, no direito comercial, tem conotação diferente, posto não se confundir *propriedade estática* (de fruição) com a *propriedade dinâmica* dos meios de produção.

Essa particularidade da técnica econômica, peculiar aos atos e contratos decorrentes da atividade empresarial é o que justifica, independentemente da unificação formal, a **existência dos contratos empresariais como uma realidade com características próprias que autorizam se distingam seus contratos daqueles civis**. E esta realidade, representada pela particular técnica econômica que é o substrato dos contratos comerciais (atualmente empresariais), mantém-se incólume independentemente do advento do Código Civil de 2002<sup>356</sup> (grifamos).

Uma parcela da doutrina orienta que a classificação dos contratos, dividindo-os nas categorias contratos empresariais, consumo, civis, e outros, é realizada pela análise dos sujeitos que ocupam os polos contratuais. O critério seria, portanto, subjetivo: a depender das

<sup>354</sup> RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; CAMPOS, Diogo Caetano da Silva. Contratos empresariais pós CC/02: autonomia, características e regime jurídico. In: LUPION, Ricardo; ARAÚJO, Fernando (org.). **15 anos do Código Civil**: direito de empresa, contratos e sociedades. Porto Alegre, RS: Fi, 2018, p. 32 (*ebook*).

<sup>355</sup> [...] “é necessário não esquecer que há um tratamento diferente da relação contratual quando estabelecida entre empresários (contratos de empresa), daquela estabelecida entre o empresário e o consumidor. Ao elenco devem ser acrescidos os contratos de trabalho, realizados sob a égide dos acordos coletivos. Tem-se, assim, uma **quádrupla disciplina para os contratos privados**: aquela destinada a disciplinar os contratos civis; a que cuida das relações de consumo; finalmente, a particular dos contratos empresariais, que decorre da especificidade das relações de empresa, embora o Código Civil de 2002 não o distinga expressamente, e a dos contratos de trabalho” (grifamos). FRANCO, Vera Helena de Mello. **Contratos direito civil e empresarial**. 3. ed. São Paulo: RT, 2012, p. 27.

<sup>356</sup> FRANCO, Vera Helena de Mello. **Contratos direito civil e empresarial**. 3. ed. São Paulo: RT, 2012, p. 26.

características das partes contratantes, o contrato seria enquadrado em uma das categorias, atraindo a incidência de regime jurídico próprio de cada espécie contratual<sup>357</sup>.

Contratos empresariais, assim, poderiam ser definidos como aqueles em que somente empresas integram a relação contratual; seriam, pois, contratos interempresariais. Não há, todavia, consenso na doutrina sobre os elementos necessários à caracterização de um contrato de natureza empresarial.

Paula Forgioni destaca que outrora a presença de uma única empresa (ou comerciante) na relação contratual fosse suficiente para atribuir comercialidade ao contrato, porém, atualmente, essa qualificação requer que esse vínculo seja estabelecido apenas entre empresas. E isso desde que nestes contratos interempresariais os partícipes tenham sua atuação voltada à busca de lucro<sup>358</sup>.

Em sentido diverso, Ivo Waisberg critica a ideia de caracterizar contratos empresariais. Ele aponta que, embora pertinente, essa proposta não é completa<sup>359</sup>: se, por um lado, esse conceito afasta acertadamente da mercantilização contratos celebrados por empresários fora de sua atividade, por outro, a qualificação subjetiva exigir dois empresários restringe a conceituação e não abarca alguns contratos de contornos nitidamente empresariais.

No seu entendimento, alguns contratos são mercantis pela essência de seu escopo e ambiente de celebração, ainda que as partes não sejam necessariamente empresárias. O contrato mercantil pode ser assim definido:

aquele celebrado entre empresários ou empresas no bojo de suas atividades econômicas, bem como aquele celebrado por empresários ou não empresários com escopo essencialmente comercial, assim entendido objetivo mediato ou imediato de lucro das partes na celebração, mediante a assunção de riscos alocados contratualmente<sup>360</sup>.

A necessária indagação visa avaliar se um contrato celebrado entre um empresário e um não empresário, ou até entre dois não empresários, pode ser considerado mercantil.

Em relação ao foco deste estudo, os contratos societários, seja o contrato social, ou acordo de sócios, as partes contratantes podem ser pessoas não empresárias. Elas são apenas

<sup>357</sup> RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; CAMPOS, Diogo Caetano da Silva. Contratos empresariais pós CC/02: autonomia, características e regime jurídico. In: LUPION, Ricardo; ARAÚJO, Fernando (org.). **15 anos do Código Civil**: direito de empresa, contratos e sociedades. Porto Alegre, RS: Fi, 2018, p. 32 (ebook), p. 33.

<sup>358</sup> FORGIONI, Paula A. **Contratos empresariais**: teoria geral e aplicação. 7. ed. São Paulo: RT, 2022, p. 28.

<sup>359</sup> WAISBERG, Ivo. Conceito e interpretação dos contratos mercantis. In: GUERRA, Alexandre Dartanhan de Mello (coord.). **Estudos em homenagem a Clóvis Beviláqua por ocasião do centenário do Direito Civil codificado no Brasil**. v. 2. São Paulo: Escola Paulista da Magistratura, 2018, p. 607.

<sup>360</sup> WAISBERG, Ivo. Conceito e interpretação dos contratos mercantis. In: GUERRA, Alexandre Dartanhan de Mello (coord.). **Estudos em homenagem a Clóvis Beviláqua por ocasião do centenário do Direito Civil codificado no Brasil**. v. 2. São Paulo: Escola Paulista da Magistratura, 2018, p. 607.

sócios de uma sociedade empresarial, e isso não a torna empresária no sentido estrito. Na dicção do art. 966 do CC/2002, empresário (pessoa física ou jurídica) é quem explora a atividade econômica organizada para a produção ou circulação de bens ou de serviços. A qualificação de sócio, portanto, não se confunde com a figura do empresário.

Nos contratos de sociedades capitalistas<sup>361</sup>, a participação societária é adquirida mediante investimento financeiro dos sócios, os quais buscam, como contrapartida, uma fração dos lucros societários. A participação na sociedade é o próprio objeto do contrato que, como se nota, tem natureza mercantil caracterizada por uma relação de investimento, alocação de riscos, e visando o lucro de todas as partes.

Ocorre que, ao adquirir participações societárias, os sócios estão participando da seara empresarial pelo lado do empresariado. Estão assumindo riscos, deliberando, votando, decidindo os rumos da sociedade empresarial da qual tomaram parte. Nesse sentido, parece adequada a classificação na categoria empresarial para os contratos que versam sobre a constituição da sociedade ou pactos sobre as participações<sup>362</sup>.

Também possui natureza de contrato mercantil, em que ao menos uma das partes não é necessariamente empresária, segundo parcela da doutrina, o contrato relativo a investimento no mercado de capitais, envolvendo pessoas físicas, bolsa de valores, corretoras, e outros agentes. Embora uma das partes contratantes possa não ser empresária, o intuito do contrato é claramente mercantil<sup>363</sup>.

Com base nesse raciocínio, para além do aspecto subjetivo das partes do contrato, qualificadas ou não como empresariais, é indispensável observar a essência do contrato para averiguar sua classificação como comercial ou não<sup>364</sup>. Concorde-se com Waisberg: nem o fato das partes serem todas empresárias torna o contrato comercial, nem o fato de não serem afasta a possível natureza mercantil. Essa classificação contratual, além do caráter subjetivo das partes, deve considerar também o escopo do contrato.

<sup>361</sup> Usamos a expressão “sociedade capitalista” em oposição às sociedades simples, pois nestas são admitidos sócios de serviço.

<sup>362</sup> WAISBERG, Ivo. Conceito e interpretação dos contratos mercantis. In: GUERRA, Alexandre Dartanhan de Mello (coord.). **Estudos em homenagem a Clóvis Beviláqua por ocasião do centenário do Direito Civil codificado no Brasil**. v. 2. São Paulo: Escola Paulista da Magistratura, 2018, p. 607.

<sup>363</sup> WAISBERG, Ivo. Conceito e interpretação dos contratos mercantis. In: GUERRA, Alexandre Dartanhan de Mello (coord.). **Estudos em homenagem a Clóvis Beviláqua por ocasião do centenário do Direito Civil codificado no Brasil**. v. 2. São Paulo: Escola Paulista da Magistratura, 2018, p. 607.

<sup>364</sup> WAISBERG, Ivo. Conceito e interpretação dos contratos mercantis. In: GUERRA, Alexandre Dartanhan de Mello (coord.). **Estudos em homenagem a Clóvis Beviláqua por ocasião do centenário do Direito Civil codificado no Brasil**. v. 2. São Paulo: Escola Paulista da Magistratura, 2018, p. 607.

Ampliando o espectro de abrangência dos contratos empresariais, Raquel Sztajn<sup>365</sup> destaca: apesar de não se enquadrarem no conceito de empresários, os profissionais liberais (art. 966, parágrafo único, do CC/2002) podem exercer atos típicos de atividade econômica organizada. Nesse sentido, percebe-se uma ampliação no conceito de contratos empresariais, que poderiam envolver acordos utilizados por aqueles que exercem atividade econômica, independentemente de se classificarem como empresários nos termos do art. 966 do CC/2002.

Corroborando o entendimento de que o contrato pode ser de natureza empresarial ainda que as partes contratantes não sejam necessariamente empresariais, Marcia Carla Pereira Ribeiro e Diogo Caetano da Silva Campos argumentam que são contratos empresariais além dos celebrados entre empresários, os entabulados entre agentes econômicos no mercado:

Mesmo os profissionais que exercem atividade intelectual, não enquadrados no conceito de empresário em razão do disposto no parágrafo único do art. 966 do Código Civil, exercem atividade econômica no mercado, com a finalidade de lucro, ajustando contratos de forma habitual e profissional com outros agentes econômicos, em condições paritárias, com intuito de lucro. Tais características, similares às geralmente encontradas nas relações contratuais entre empresários, não justificam excluir da categoria do contrato empresarial as relações contratuais estabelecidas por agentes econômicos que não se enquadram no conceito legal de empresário<sup>366</sup>.

Em que pese a estrutura obrigacional dos contratos civis e empresariais ser comum, ambos se reportando a uma mesma teoria geral, cada uma dessas categorias contratuais possui uma racionalidade própria. Importa distingui-las não só porque são diversamente disciplinadas, mas, também, porque são interpretadas conforme preceitos próprios.

A distinção entre contratos civis e empresariais, ensina Orlando Gomes, é operacional: “Os contratos empresariais apresentam importantes peculiaridades de tratamento, v.g., no que diz respeito à interpretação (papel mais acentuado dos usos empresariais), à alteração das circunstâncias (menor possibilidade de revisão contratual) e à aplicação dos princípios da boa-fé e da função social do contrato”<sup>367</sup>.

Os contratos empresariais estão situados no mercado. E quer se reconheça que o contrato social e o acordo de sócios são, ou não, contratos empresariais, esses instrumentos societários também giram em torno, e regulam em alguma medida, o exercício de uma atividade

<sup>365</sup> SZTAJN, Raquel. **Teoria jurídica da empresa: atividade empresária e mercados**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2010, p. 85-92.

<sup>366</sup> RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; CAMPOS, Diogo Caetano da Silva. Contratos empresariais pós CC/02: autonomia, características e regime jurídico. In: LUPION, Ricardo; ARAÚJO, Fernando (org.). **15 anos do Código Civil: direito de empresa, contratos e sociedades**. Porto Alegre, RS: Fi, 2018, p. 35 (ebook).

<sup>367</sup> GOMES, Orlando. **Contratos**. 28. ed. Rio de Janeiro: GEN, 2022 (ebook), p. 117.

lucrativa<sup>368</sup> localizada no mercado. Em relações negociais dessa natureza, agir conforme a boa-fé significa, à moda comercial, adotar o comportamento jurídico e normalmente esperado dos agentes econômicos ativos e probos em certo mercado<sup>369</sup>.

Atente-se para o alerta doutrinário de que, no direito empresarial, a conformação da boa-fé não pode levar à proteção excessiva de uma das partes, de maneira que a interpretação de instrumentos contratuais nesse contexto não pode ser realizada à moda consumerista<sup>370</sup>.

Antes mesmo do CC/2002, a boa-fé, que indica a retidão de comportamento dos agentes no mercado, conforme os modelos ali esperados<sup>371</sup>, já estava objetivada no Código Comercial, o qual previa no art. 131, I, que se necessário interpretar as cláusulas do contrato, a inteligência simples e adequada, que for mais conforme à boa-fé, e ao verdadeiro espírito e natureza do contrato, deverá sempre prevalecer à rigorosa e restrita significação das palavras.

A boa-fé e a autonomia privada, situadas entre os mais importantes conceitos do direito privado, ganharam realce no intenso debate sobre a Lei n. 13.784/2019, que instituiu a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica. Isto porque, a lei teria feito referência a ambos os conceitos, de forma atécnica, no mesmo dispositivo legal, o qual abaixo se transcreve:

art. 3º: “São direitos de toda pessoa, natural ou jurídica, essenciais para o desenvolvimento e o crescimento econômicos do País”;  
inciso V: “gozar de presunção de boa-fé nos atos praticados no exercício da atividade econômica, para os quais as dúvidas de interpretação do direito civil, empresarial, econômico e urbanístico serão resolvidas de forma a preservar a autonomia privada, exceto se houver expressa disposição legal em contrário”.

A crítica inicial diz respeito à distorção de significado possivelmente atribuído ao instituto, ao enunciar a presunção da boa-fé como um direito. Se assim for, poderá a boa-fé “ser pleiteada em qualquer caso, e inclusive naqueles em que sua alegação jamais esteve em jogo; ela pode ser demandada até mesmo em controvérsias para cuja solução sua presença não deveria importar”<sup>372</sup>. No tocante à autonomia privada, a crítica da doutrina é de que a disposição da lei não passou do óbvio<sup>373</sup>, já que, por exemplo, se determinado negócio jurídico for nulo, uma vez

<sup>368</sup> Sílvio de Salvo Venosa explica que o desenvolvimento em comum da atividade tem por finalidade a obtenção de um resultado econômico, de um proveito para os sócios que, uma vez obtido, deve ser distribuído entre eles. É necessário, assim, que a sociedade seja explorada com o objetivo de lucro ou proveito, não obstante às vezes esse resultado seja negativo, o que não altera a sua finalidade. VENOSA, Sílvio de Salvo; RODRIGUES, Cláudia. **Direito empresarial**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2017, p. 106.

<sup>369</sup> FORGIONI, Paula A. **Contratos empresariais: teoria geral e aplicação**. 7. ed. São Paulo: RT, 2022, p. 129.

<sup>370</sup> FORGIONI, Paula A. **Contratos empresariais: teoria geral e aplicação**. 7. ed. São Paulo: RT, 2022, p. 132.

<sup>371</sup> FORGIONI, Paula A. **Contratos empresariais: teoria geral e aplicação**. 7. ed. São Paulo: RT, 2022, p. 130.

<sup>372</sup> MARTINS-COSTA, Judith; NITSCHKE, Guilherme Carneiro M. **Direito privado na Lei da Liberdade Econômica: comentários**. (Coleção IDiP). São Paulo: Grupo Almedina, 2022, p. 169 (*ebook*).

<sup>373</sup> MARTINS-COSTA, Judith; NITSCHKE, Guilherme Carneiro M. **Direito privado na Lei da Liberdade Econômica: comentários**. (Coleção IDiP). São Paulo: Grupo Almedina, 2022, p. 171.

reconhecida a ilegalidade, por certo que a interpretação não seria em favor da autonomia privada dos contratantes. Pode ser correta, mas é desnecessária, a afirmação legal sobre preservar a autonomia privada, exceto se não violar a lei.

Por outro lado, alguns entendem que a exceção de legalidade apresentada na parte final do inciso V diz respeito à presunção de boa-fé, e não à interpretação em prol da autonomia<sup>374</sup>. Dessa forma, o art. 3º, V, teria simplesmente reiterado que a boa-fé não pode ser presumida contra a lei, ou seja, ela não pode excetuar normas de ordem pública.

Imersa em diversas críticas, e com nítido caráter ideológico liberal, a Lei n. 13.874/2019 trouxe em seu texto diversas passagens para estabelecer que a intervenção mínima do Estado<sup>375</sup> nas relações privadas deve ser a regra.

À parte dos julgamentos feitos sobre a Lei n. 13.784/2019, tem-se que a expressão boa-fé é semanticamente aberta, por isso, precisa ser concretizada, o que só é possível ocorrer de maneira contextual, uma vez que a norma de comportamento não tem um conteúdo intrínseco<sup>376</sup>, mas depende do contexto, das circunstâncias determinantes por ocasião de sua aplicação.

Nas relações obrigacionais, o termo boa-fé indica o teor geral da cooperação entre as partes com vistas ao adimplemento. Conforme adverte Judith Martins-Costa<sup>377</sup>, em razão da boa-fé, a colaboração devida não há de ser qualquer uma, mas uma colaboração pautada pela finalidade econômico-social do negócio, pelo regramento legal incidente, ou pelo regramento negocial acaso pactuado.

Acoplados a essa colaboração mútua entre as partes encontram-se certos deveres anexos<sup>378</sup>, que se desdobram nos deveres de cooperação, proteção e informação.

<sup>374</sup> PARGENDLER, Mariana. Análise econômica e jurídica da ‘presunção de boa-fé’ no direito privado brasileiro. **Revista Jurídica Luso-Brasileira**, v. 7, n. 1, p. 841-858, 2021.

<sup>375</sup> Anderson Schreiber, ao criticar a alteração promovida pela Lei n. 13.784/19, art. 421, parágrafo único do CC/2002, afirma: não “existe um princípio da intervenção mínima; a intervenção do Estado nas relações contratuais de natureza privada é imprescindível, quer para assegurar a força vinculante dos contratos, quer para garantir a incidência das normas jurídicas, inclusive das normas constitucionais”. SCHREIBER, Anderson. **Manual de direito civil contemporâneo**. 7. ed. Rio de Janeiro: Saraiva Jur, 2024, p. 409 (*ebook*).

<sup>376</sup> Há, evidentemente, um conteúdo mínimo, mas a especificação desse conteúdo será sempre relacional aos demais dados do contexto no qual incidente, inclusive aos dados decorrentes do fenômeno da pré-compreensão. Além do mais, a boa-fé constitui um princípio jurídico e os princípios se aplicam por via da interconexão e ponderação com outros princípios. MARTINS-COSTA, Judith. Os campos normativos da boa-fé objetiva: as três perspectivas do direito privado brasileiro. In: AZEVEDO, Antônio Junqueira de; TORRES, Heleno T.; CARBONE, Paolo (coord.). **Princípios do novo Código Civil brasileiro e outros temas**. Homenagem a Tullio Ascarelli. São Paulo: Quartier Latin, 2008, p. 388-389.

<sup>377</sup> MARTINS-COSTA, Judith. Os campos normativos da boa-fé objetiva: as três perspectivas do direito privado brasileiro. In: AZEVEDO, Antônio Junqueira de; TORRES, Heleno T.; CARBONE, Paolo (coord.). **Princípios do novo Código Civil brasileiro e outros temas**. Homenagem a Tullio Ascarelli. São Paulo: Quartier Latin, 2008, p. 402.

<sup>378</sup> NORONHA, Fernando. **Direito das obrigações**. 4. ed. Rio de Janeiro: Saraiva Uni, 2013, p. 179 (*ebook*).

A aplicação da boa-fé deve ocorrer de forma graduada, considerando a relação jurídica concreta na qual incidirá. Isto é, diferente será a atuação da boa-fé na produção de deveres de tutela e cooperação, conforme se trate de negócios paritários, ou fiduciários, ou que tenham em vista a realização de interesses suprapessoais<sup>379</sup>.

Quando se tratar de relações obrigacionais com comunhão de escopo (v.g. sociedade), mais forte será a incidência dos deveres de cooperação, tutela e lealdade. Isso porque, as organizações associativas *lato sensu* são finalísticas<sup>380</sup>, caracterizadas exatamente pela cooperação entre dois ou mais sujeitos para a consecução de certos fins comuns.

O intérprete, porém, não pode se enganar pelo título da forma jurídica conferida ao negócio “sociedade”: a atividade interpretativa deve descer ao fato para averiguar como estão estruturados os mútuos interesses<sup>381</sup>. Conforme visto no capítulo 3, no contrato plurilateral societário, a despeito de haver uma finalidade comum, há também interesses contrapostos dos sócios.

Por isso é que assumem grande relevância os mecanismos de governança. As estruturas de governança estabelecidas por dispositivos de controle e de incentivos têm a finalidade precípua de abrandar os custos de transação inerentes ao procedimento de apuração de haveres. Para essa finalidade, existem várias possibilidades de elaboração de cláusulas contratuais.

E se o contrato social ou o acordo de sócios tiverem sido expressamente estruturados com mecanismos de governança, sobre os métodos de apuração de haveres, nas hipóteses de dissolução parcial, caberá ao Poder Judiciário observar, em regra, a aplicação dessas disposições, conforme rege o art. 606 do CPC/2015.

Observe-se também, no que diz respeito à intervenção mínima do intérprete, o art. 421, parágrafo único, do CC/2002, incluído pela Lei n. 13.784/2019, ao dispor que nas relações contratuais privadas, prevalecerão o princípio da intervenção mínima e a excepcionalidade da revisão contratual<sup>382</sup>. Soma-se a isso o art. 421-A-I da mesma lei civil, segundo o qual as partes

---

<sup>379</sup> MARTINS-COSTA, Judith. Os campos normativos da boa-fé objetiva: as três perspectivas do direito privado brasileiro. In: AZEVEDO, Antônio Junqueira de; TORRES, Heleno T.; CARBONE, Paolo (coord.). **Princípios do novo Código Civil brasileiro e outros temas**. Homenagem a Tullio Ascarelli. São Paulo: Quartier Latin, 2008, p. 402.

<sup>380</sup> MARTINS-COSTA, Judith. **A boa-fé no direito privado: critérios para a sua aplicação**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2018, p. 311.

<sup>381</sup> MARTINS-COSTA, Judith. Os campos normativos da boa-fé objetiva: as três perspectivas do direito privado brasileiro. In: AZEVEDO, Antônio Junqueira de; TORRES, Heleno T.; CARBONE, Paolo (coord.). **Princípios do novo Código Civil brasileiro e outros temas**. Homenagem a Tullio Ascarelli. São Paulo: Quartier Latin, 2008, p. 403.

<sup>382</sup> O teor do dispositivo legal reforça o princípio de que a autonomia privada deve prevalecer, e a intervenção judicial deve ser limitada a garantir a execução dessas cláusulas de maneira adequada, evitando que a intervenção substitua a vontade das partes com uma decisão do tipo modificativa.

negociantes poderão estabelecer parâmetros objetivos para a interpretação das cláusulas negociais e de seus pressupostos de revisão ou de resolução.

De fato, o contrato é um instrumento de alocação, entre as partes, dos riscos da atividade econômica<sup>383</sup>. Cabe ao intérprete considerar e respeitar a alocação preestabelecida de riscos (art. 421-A, II, do CC/2002). É certo que, a forma pela qual a alocação de riscos foi desenhada somente poderá prevalecer se não implicar violação de regras cogentes do ordenamento brasileiro<sup>384</sup>.

Reveste-se de maior previsibilidade, desse modo, o procedimento judicial de apuração de haveres, a partir da apreciação feita do quanto pactuado pelas partes e expressamente consignado em instrumento societário.

O mesmo, todavia, não se pode afirmar quando o contrato social, ou acordo de sócios, é omissivo sobre métodos de apuração de haveres, de maneira que cumprirá à sentença judicial fixar o modo como irá se operar o cálculo, uma vez, é claro, que se tenha judicializado a questão.

Nesta situação, ganha relevo a interpretação das particularidades do caso concreto de dissolução societária, e merece especial atenção o paradigma contratual a ser observado pela atividade interpretativa.

O CC/2002 é fruto do paradigma solidarista<sup>385</sup>. Dele deve partir qualquer análise do direito contratual no Brasil. A fim de reduzir os conflitos sociais através da distribuição dos riscos de atividades empresariais capitalistas e das vantagens econômicas por elas geradas, e de restabelecer a necessária cooperação entre os membros do mesmo grupo social, o modelo solidarista promoveu uma funcionalização social dos institutos jurídicos privados<sup>386</sup>. Superando

<sup>383</sup> FORGIONI, Paula A. **Contratos empresariais: teoria geral e aplicação**. 7. ed. São Paulo: RT, 2022, p. 153.

<sup>384</sup> FORGIONI, Paula A. **Contratos empresariais: teoria geral e aplicação**. 7. ed. São Paulo: RT, 2022, p. 281.

<sup>385</sup> Acredita-se, com Luciano Timm, que o CC/2002 seja fruto do paradigma solidarista e que o direito contratual também o seja. Primeiro, porque a inspiração do legislador brasileiro (os Códigos Civis português e italiano), dentro de uma tradição de importação de modelos legislativos de outros países, é fruto do Direito Social. Segundo, porque uma análise do CC/2002 confirma a presença de institutos jurídicos percebidos pelo paradigma solidarista e que são fruto de uma concepção social de contrato, como por exemplo: lesão (art. 157), abuso de direito (art. 187), onerosidade excessiva (art. 478), função social do contrato e da propriedade (arts. 421 e 1.228, parágrafo 1º, respectivamente), entre outros. TIMM, Luciano Benetti. **Direito contratual brasileiro: críticas e alternativas ao solidarismo jurídico**. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2015, p. 131-132.

<sup>386</sup> “A funcionalização social dos institutos jurídicos promovida pelo solidarismo tem uma pretensão, ainda que não expressa literalmente, de transformação de uma sociedade injusta e anômala em uma comunidade solidária, justa, equilibrada, cooperativa. Seria uma forma não explicitada de se promover a distribuição social dos benefícios do capitalismo”. TIMM, Luciano Benetti. **Direito contratual brasileiro: críticas e alternativas ao solidarismo jurídico**. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2015, p. 114.

o modelo liberal<sup>387</sup>, “o contrato não mais seria somente o poder das partes de auto reger seus interesses privados, mas um instrumento cooperativo de trocas econômicas e sociais”<sup>388</sup>.

O ideário solidarista, diante de sua pretensão de modificar e de estabilizar a sociedade passou a comportar uma nova racionalidade jurídica, essencialmente material (não mais formal, como ocorria no modelo liberal), na tentativa de equilibrar as relações privadas, protegendo as partes mais fracas das relações, o que depende de aferição concreta de justiça ou adequação das normas no caso concreto<sup>389</sup>.

O modelo solidarista, nesse contexto, fomenta a abertura do ordenamento para fatores metajurídicos, sobretudo éticos e dados da realidade empírica verificável em cada caso. Por meio dessa abertura, através da instituição de cláusulas gerais, o modelo é caracterizado por propiciar maior vagueza semântica das normas jurídicas, o que amplia o espaço normativo do juiz para resolver conflitos cada vez mais complexos<sup>390</sup>.

Em linha com essa lógica solidarista, foram previstos no CC/2002 dispositivos de reconhecimento da normatividade social, de estímulo à cooperação, solidariedade, reequilíbrio das relações privadas, inclusive mediante intervenção judicial nos pactos, por exemplo: princípio da boa-fé objetiva (arts. 113 e 422), proibição de cláusulas abusivas (art. 424), função social (art. 421) e proibição de cláusulas que violem a ordem pública (art. 166, II). A liberdade contratual, nesse cenário, é funcionalizada, pois é função da autonomia privada<sup>391</sup> que, por sua vez, é o poder individual de autorregulação de interesses concedido pelo ordenamento jurídico

<sup>387</sup> As contradições decorrentes da crença segundo a qual o reconhecimento das liberdades formais seria suficiente para a harmonia social, ao contrário de terem sido resolvidas pelo direito, foram por ele ampliadas. Com efeito, o pensamento e a experiência jurídicas ao longo do século XIX caracterizaram-se por um formalismo absoluto. A partir do momento em que o direito fechou-se em si mesmo, não teve como se adaptar nem como resolver os problemas que se colocaram em razão do exercício incondicionado das liberdades individuais, até mesmo quando o resultado era a miséria e a degradação de uma parte substancial da sociedade. FRAZÃO, Ana. **Propriedade e empresa** – função social e abuso de poder econômico. São Paulo: Quartier Latin, 2006, p. 50.

<sup>388</sup> TIMM, Luciano Benetti. **Direito contratual brasileiro: críticas e alternativas ao solidarismo jurídico**. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2015, p. 110.

<sup>389</sup> TIMM, Luciano Benetti. **Direito contratual brasileiro: críticas e alternativas ao solidarismo jurídico**. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2015, p. 116.

<sup>390</sup> TIMM, Luciano Benetti. **Direito contratual brasileiro: críticas e alternativas ao solidarismo jurídico**. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2015, p. 118.

<sup>391</sup> Frisa-se, conforme descrito no capítulo 2, a autonomia privada ser exercida em graus diferentes, a depender do tipo de relação negocial. Corrobora com nosso entendimento o professor Ivo Waisberg, para quem o grau dessa autonomia está ligado ao jogo de forças dos contratantes e ao ramo do direito. Quanto mais regulamentado e protetivo, menor essa autonomia privada. Assim, se fôssemos usar uma escala de 1 a 10, sendo 1 o menor grau de autonomia privada e 10 o maior, poderíamos dizer que no contrato de trabalho a autonomia seria de grau 1-2, no contrato de consumo de grau 3-4, no contrato civil de grau 5-6 e no contrato comercial de grau 7-10. WAISBERG, Ivo. Conceito e interpretação dos contratos mercantis. In: GUERRA, Alexandre Dartanhan de Mello (coord.). **Estudos em homenagem a Clóvis Beviláqua por ocasião do centenário do Direito Civil codificado no Brasil**. v. 2. São Paulo: Escola Paulista da Magistratura, 2018, p. 609.

aos particulares, conforme suas preferências, naquilo que não for conflitante com os interesses sociais<sup>392</sup>.

Paula Forgioni leciona que o art. 421 do CC/2002 causou muita polêmica em sua redação original, por conter a formulação de que a liberdade de contratar<sup>393</sup> será exercida “em razão” e “nos limites da função social do contrato”. Todavia, nem os julgadores, tampouco a doutrina, explicaram satisfatoriamente esse significado, configurando-se “uma grande confusão retórica e ideológica em torno da interpretação/aplicação desse dispositivo”<sup>394</sup>.

A docente da USP afirma que não fazia sentido dizer que a liberdade de contratar<sup>395</sup> seria exercida “em razão” da função social do contrato, conforme redação original do art. 421. A redação atual, após a Lei n. 13.784/2019, corrigiu esse ponto, ao determinar que “liberdade contratual será exercida nos limites da função social do contrato” Em suas palavras, “embora não atue “em razão” da função social, a empresa não pode aviltá-la com a sua atuação<sup>396</sup>.

De fato, desde o CC/2002, as celeumas giram em torno do espectro interpretativo da função social ser algo amplo demais, podendo tanto significar interferência para proteger a parte mais fraca na relação, quanto “exigência de redistribuição do resultado contrato [...], ou, ainda, pode ser vista como a noção de que o contrato deve, necessariamente, ser benéfico à sociedade e não somente às partes”<sup>397</sup>.

Já se cogitou, ademais, que, sob certa perspectiva, utilizar a expressão função social no CC/2002 não passa de mera redundância, conforme afirma João Baptista Villela:

Função social do contrato é um recurso transnominativo para designar o próprio contrato, pois não há contrato válido que não seja, ele próprio, uma função social. Pode-se dizer, de outro modo, que função social do contrato é uma definição descritivo-transnominativa do contrato mesmo. [...] dizer função social do contrato seria o mesmo que dizer função biológica do metabolismo ou função pedagógica da

<sup>392</sup> TIMM, Luciano Benetti. **Direito contratual brasileiro**: críticas e alternativas ao solidarismo jurídico. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2015, p. 136-137.

<sup>393</sup> A liberdade de contratar exprime o reconhecimento de que o contrato é um instrumento de exercício da autonomia privada. SCHREIBER, Anderson. **Manual de direito civil contemporâneo**. 7. ed. Rio de Janeiro: Saraiva Jur, 2024 (*ebook*), p. 396.

<sup>394</sup> FORGIONI, Paula A. **Contratos empresariais**: teoria geral e aplicação. 7. ed. São Paulo: RT, 2022, p. 278.

<sup>395</sup> A doutrina distingue a liberdade de contratar como direito de um determinado indivíduo em relação ao contrato, enquanto a liberdade contratual é uma parte da teoria geral dos contratos que trata sobre o conteúdo dessa mesma liberdade. Outros associam “liberdade de contratar” com a liberdade de decidir sobre celebrar ou não um contrato e “liberdade contratual” com a liberdade de estipulação, ou seja, a possibilidade de definir o conteúdo das cláusulas contratuais. Todavia, tanto doutrina como jurisprudência nunca tomaram em conta um sentido específico para o texto, sendo considerado como genérico, no sentido de expressão da autonomia privada no plano do Direito Contratual, o que possivelmente continuará ocorrendo mesmo após a alteração legal. MARTINS-COSTA, Judith; NITSCHKE, Guilherme Carneiro M. **Direito privado na Lei da Liberdade Econômica**: comentários. (Coleção IDiP). São Paulo: Grupo Almedina, 2022, p. 475 (*ebook*).

<sup>396</sup> FORGIONI, Paula A. **Contratos empresariais**: teoria geral e aplicação. 7. ed. São Paulo: RT, 2022, p. 278.

<sup>397</sup> ALMEIDA, Victor Duarte. **O contrato e a Constituição**: autonomia privada e direitos fundamentais. Belo Horizonte: D’Plácido, 2019, p. 195.

educação. Isto é, pura redundância. O contrato não tem outras funções, além da social. É ele próprio uma função social<sup>398</sup>.

A proposta solidarista no âmbito dos contratos, como se nota, é alvo de críticas, entre as quais, a aparente renúncia em relação à racionalidade econômica e pela pretensão demasiadamente regulatória, intervencionista<sup>399</sup>, que impõe relativizações ao exercício da autonomia privada.

A abertura para uma abordagem interpretativa econômica, que não exclui a proposta solidarista, mas a complementa, pode ser visualizada a partir da própria cláusula geral da “função social” prevista no art. 421 do CC/2002. Luciano Timm explica que o modelo teórico econômico de contrato, embora não tenha sido a inspiração legislativa para a elaboração do diploma civil brasileiro, pode ser utilizado na interpretação de seu art. 421. É possível afirmar que, o direito contratual teria como função social<sup>400</sup> propiciar a continuidade de ocorrência dos contratos, o fluxo de trocas no mercado, a alocação de riscos pelas partes e seu comprometimento em ações futuras até que a situação mais eficiente seja alcançada<sup>401</sup>.

No ordenamento jurídico norte-americano, o fenômeno mais importante do funcionalismo gira em torno do debate sobre a forte influência econômica, ou melhor, da preponderância da análise econômica do direito no campo do direito contratual. A perspectiva funcional é distinta da que é representada no art. 421 do CC/2002, tendo em vista que naquele ordenamento é a ideia de eficiência econômica e redução de custos de transação que governam os fins do contrato<sup>402</sup>.

Há, portanto, uma relação de interdependência de critérios jurídicos e econômicos para fins de interpretação contratual, notadamente importantes no contexto de análise da apuração de haveres, proposto por essa tese, que envolve questão multidisciplinar.

A racionalidade jurídica, voltada aos ideais de justiça e legalidade, que devem informar a atividade de interpretação contratual, é diversa da racionalidade econômica, centrada no

<sup>398</sup> VILLELA, João Baptista. Apontamentos sobre a cláusula “...ou devia saber”. **Revista Brasileira de Estudos Políticos**, v. 8, n. 32, p. 198-200, out.-dez. 2007.

<sup>399</sup> TIMM, Luciano Benetti. **Direito contratual brasileiro: críticas e alternativas ao solidarismo jurídico**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2015, p. 139.

<sup>400</sup> Luciano Timm também propõe que se pode inferir o modelo econômico de contrato tendo em vista a vagueza semântica da expressão “função social”, que permite a atualização da lei aos novos tempos e às exigências que uma economia de mercado demanda das instituições jurídicas para gerar desenvolvimento. TIMM, Luciano Benetti. **Direito contratual brasileiro: críticas e alternativas ao solidarismo jurídico**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2015, p. 177.

<sup>401</sup> TIMM, Luciano Benetti. **Direito contratual brasileiro: críticas e alternativas ao solidarismo jurídico**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2015, p. 203.

<sup>402</sup> MARTINS-COSTA, Judith; NITSCHKE, Guilherme Carneiro M. **Direito privado na Lei da Liberdade Econômica: comentários**. (Coleção IDiP). São Paulo: Grupo Almedina, 2022, p. 472 (ebook).

critério da eficiência, embora ambas tenham pontos em comum e seja útil sua consideração recíproca<sup>403</sup>.

Essas considerações de caráter jus econômico são particularmente importantes na análise desta tese, que trata de contratos plurilaterais, paritários, com escopo lucrativo, inseridos no mercado, os contratos societários que, entabulados entre pessoas físicas e/ou jurídicas, estabelecem a forma jurídica da atividade econômica explorada, a empresa. A função interpretativa não pode desconsiderar essas características, tampouco a extensão atribuída à autonomia privada<sup>404</sup>, a natureza das obrigações que instrumentalizam esses contratos<sup>405</sup> e a sua função econômica. Por isso, a próxima seção é dedicada a uma última incursão analítica da contribuição da análise econômica do direito especificamente para a interpretação contratual.

## 6.1 A contribuição da análise econômica do direito para a diretriz interpretativa

O direito e a economia<sup>406</sup> se inter-relacionam de várias formas. Essencial, no entanto, a perspectiva do diálogo entre ambas as ciências para compreender temas como, desenvolvimento, políticas públicas e contratos, para ficar com apenas três exemplos.

Atribui-se a Ronald Coase a abertura de um movimento global de estudos relacionados às duas disciplinas, na medida em que as suas proposições reconheceram haver custos em se relacionar economicamente, seja no mercado, seja nas empresas (custos de transação). É em razão desses custos que leis e contratos têm implicações tão relevantes sobre o desempenho econômico<sup>407</sup>.

<sup>403</sup> FORGIONI, Paula A. **Contratos empresariais: teoria geral e aplicação**. 7. ed. São Paulo: RT, 2022, p. 236.

<sup>404</sup> A extensão da autonomia privada pode ser um interessante parâmetro para, por exemplo, a aplicação do princípio da função social ou para se analisar os limites de interferência do poder judiciário na avaliação de seus efeitos. Quanto maior o exercício da autonomia privada, potencialmente menor o campo de ingerência externa no contrato. RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. **Contratos empresariais. Enciclopédia Jurídica da PUC-SP**. Celso Fernandes Campilongo, Alvaro de Azevedo Gonzaga e André Luiz Freire (coord.). t. Direito Comercial. Fábio Ulhoa Coelho, Marcus Elidius Michelli de Almeida (coord. de tomo). São Paulo: Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (PUC-SP), 2017.

<sup>405</sup> Não se está tratando de contratos de trabalho ou de consumo que, relacionados a polos habitualmente desiguais, não paritários em poder econômico ou de acesso às informações (empregado x empregador/ consumidor x fornecedor), merecem um estudo à parte.

<sup>406</sup> Mesmo com o crescimento dos estudos de AED pelo mundo, no Brasil a expansão da disciplina veio (e vem) ocorrendo de maneira tímida, tendo se desenvolvido nacionalmente apenas nas duas últimas décadas. As primeiras contribuições brasileiras sobre a temática ocorreram menos pela via institucional (tribunais e agentes que aplicam o direito) e mais pela incorporação do campo de AED em trabalhos de acadêmicos que, ao tomar contato com o tema, passaram a explorar a perspectiva da interseção entre direito e economia nas suas pesquisas. PORTO, Antônio M.; GAROUPA, Nuno. **Curso de Análise Econômica do Direito**. 2. ed. Rio de Janeiro: Atlas, 2021, p. 8 (*ebook*).

<sup>407</sup> AZEVEDO, Paulo Furquim de. **Sobre o que trata esta coluna**. Direito e Economia: sob as lentes de Coase. Disponível em: <https://veja.abril.com.br/coluna/direito-e-economia/sobre-o-que-trata-esta-coluna> Acesso em: 20 out. 2024.

Esclarece-se, porém, certo equívoco que gira em torno do campo de estudo situado entre direito e economia, ou, como alguns preferem, Análise Econômica do Direito<sup>408</sup> (AED). Creem, erroneamente, que esse campo interdisciplinar de pesquisa pretende oferecer respostas definitivas para problemas normativos<sup>409</sup>.

A economia, por ser uma ciência instrumental, é uma ferramenta com potencial para analisar uma gama ampla de temas<sup>410</sup>. E grande parte da análise econômica consiste em traçar as consequências de se supor que as pessoas sejam racionais em suas interações sociais. O direito, por outro lado, em uma perspectiva econômica, tem a função básica de alterar os incentivos, exercendo um papel transformador central na sociedade<sup>411</sup>.

Na seara do direito privado contratual não é diferente, conforme doutrina a respeito de normas relacionadas à regulação e interpretação contratual:

as normas voltadas à regulação dos contratos e suas interpretações possuem (ou ao menos deveriam possuir) justamente o objetivo de viabilizar uma melhor circulação de riquezas, permitindo o direcionamento do comportamento das partes e das próprias estruturas contratuais em direção à minimização de riscos e falhas de mercado, viabilizando uma melhor distribuição dos bens, recursos e obrigações<sup>412</sup>.

Deve-se entender, então, sob certo ponto de vista, que uma alteração no direito irá mudar a estrutura de incentivos que recaem sobre as pessoas na sociedade, e que tal mudança vai alterar comportamentos, os quais, por sua vez, afetarão o desempenho econômico. Essa é a perspectiva positiva ou descritiva da análise econômica do direito, que cuida da tentativa de descrever o nexo entre os objetivos do direito e seus resultados, com a avaliação do desempenho econômico em termos de eficiência<sup>413</sup>. A análise econômica do direito positiva<sup>414</sup>, no dizer de

<sup>408</sup> A expressão Análise Econômica do Direito foi cunhada por Richard Posner, especialmente a partir da obra *Economic Analysis of law*, publicada em 1973, que realmente fez o movimento decolar. SILVEIRA, André Bueno da. **Análise econômica do direito e teoria dos jogos: consequencialismo nas decisões judiciais e a nova interpretação das consequências**. São Paulo: JusPodivm, 2022, p. 231.

<sup>409</sup> SALAMA, Bruno M. **O que é direito e economia?** Uma introdução à epistemologia da disciplina para o estudante, profissional, e o pesquisador em direito. Artigos DIREITO GV (*Working Paper*) 3. nov 2007, p. 2.

<sup>410</sup> SALAMA, Bruno M. **O que é direito e economia?** Uma introdução à epistemologia da disciplina para o estudante, profissional, e o pesquisador em direito. Artigos DIREITO GV (*Working Paper*) 3. nov 2007, p. 5.

<sup>411</sup> SILVEIRA, André Bueno da. **Análise econômica do direito e teoria dos jogos: consequencialismo nas decisões judiciais e a nova interpretação das consequências**. São Paulo: JusPodivm, 2022, p. 232.

<sup>412</sup> ROSÁRIO, Larissa Quadros de; GONÇALVES, Oksandro Osdival. Análise Econômica do Direito e Contratos: evolução histórica e estado atual da arte. In: GARCIA, Denise S. S.; RODRIGUES, Horácio Wanderlei; THOMÉ, Romeu (coord.). **Direito, economia e desenvolvimento econômico sustentável II**. Florianópolis: CONPEDI, 2022, p. 53.

<sup>413</sup> SILVEIRA, André Bueno da. **Análise econômica do direito e teoria dos jogos: consequencialismo nas decisões judiciais e a nova interpretação das consequências**. São Paulo: JusPodivm, 2022, p. 233.

<sup>414</sup> Nesse contexto, deve-se ressaltar que, tendo como finalidade compreender se a proposta de um instrumento legal atinge seu objetivo normativamente pré-determinado, é necessário se fazer uso de uma ferramenta analítica descritiva. O argumento central da AED positiva é o de que a microeconomia pode oferecer métodos consistentes para desenvolver essa análise de meios e fins. MENDONÇA, Maria L. C. de Araújo e; OLIVEIRA JUNIOR, Vicente de Paulo A. Same purpose, different means: the cultural heritage environmental protection by the

Luciano Timm, se esforça para mostrar como evoluíram as normas de modo a agregar eficiência à sociedade, diminuindo o custo das transações e estimulando as relações econômicas<sup>415</sup>.

Por outro lado, tem-se a visão normativa da análise econômica do direito, que se ocupa de analisar se, e como, noções de justiça se comunicam com os conceitos de eficiência econômica, maximização da riqueza e de bem-estar<sup>416</sup>. Essa perspectiva pode ser utilizada, por exemplo, para emitir opiniões sobre a adequação ou não de determinadas regras jurídicas a fins últimos pretendidos, por exemplo, no caso da interpretação de textos legais com vagueza semântica em face do caso concreto. Essa ótica normativa, valorativa, propõe que, estabelecidas diversas maneiras de se alcançar determinada finalidade, se conheça qual a opção menos custosa, de forma a indicar aquela mais eficiente<sup>417</sup>.

Pelo exposto, percebe-se que, de alguma maneira, o conceito de eficiência está presente na abordagem de questões jurídicas feita pela análise econômica do direito. Sabe-se, porém, das críticas direcionadas a esse posicionamento, em especial, à comunicabilidade de eficiência e justiça. Fala-se, por exemplo, sobre as limitações da própria análise econômica positiva, para alertar que, se “a ciência econômica não consegue sequer prever com grande acuidade os comportamentos em mercados, fora deles, no campo jurídico, o seu desempenho há de ser ainda pior”. Lado outro, rejeita-se o enlace entre eficiência e justiça, sob o argumento de que se a maximização de riqueza for um valor, é um valor repugnante a muitas pessoas, logo, não pode orientar o direito<sup>418</sup>.

Não é incomum afirmar, porém, que a solução eficiente para um caso concreto seja também justa. A discussão sobre custos e benefícios – eficiência – é, porque não dizer, *locus* próprio para o início do debate do que seja justo.

A questão, pontua Salama,

[...] não é tanto se eficiência pode ser igualada à justiça, mas sim como a construção da justiça pode se beneficiar da discussão de prós e contras, custos e benefícios. Noções de justiça que não levem em conta as prováveis consequências de suas articulações práticas são, em termos práticos, incompletas<sup>419</sup>.

---

community, under the perspective of economic analysis of law. **Economic Analysis of Law Review**. EALR, v. 8, n. 1, p. 53-80, jan.-jun. 2017, p. 57.

<sup>415</sup> TIMM, Luciano Benetti. **Direito contratual brasileiro: críticas e alternativas ao solidarismo jurídico**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2015, p. 178.

<sup>416</sup> SALAMA, Bruno M. **O que é direito e economia?** Uma introdução à epistemologia da disciplina para o estudante, profissional, e o pesquisador em direito. Artigos DIREITO GV (*Working Paper*) 3. nov 2007, p. 5.

<sup>417</sup> MENDONÇA, Maria L. C. de Araújo e; OLIVEIRA JUNIOR, Vicente de Paulo A. Same purpose, different means: the cultural heritage environmental protection by the community, under the perspective of economic analysis of law. **Economic Analysis of Law Review**. EALR, v. 8, n. 1, p. 53-80, jan.-jun. 2017, p. 57.

<sup>418</sup> SALAMA, Bruno M. **O que é direito e economia?** Uma introdução à epistemologia da disciplina para o estudante, profissional, e o pesquisador em direito. Artigos DIREITO GV (*Working Paper*) 3. nov 2007, p. 30.

<sup>419</sup> SALAMA, Bruno M. **O que é direito e economia?** Uma introdução à epistemologia da disciplina para o estudante, profissional, e o pesquisador em direito. Artigos DIREITO GV (*Working Paper*) 3. nov 2007, p. 36.

Feitas essas ressalvas iniciais, é possível compreender a análise econômica do direito como um método de análise, instrumental, que se vale de ferramentas da ciência econômica para explicar o direito e colaborar na solução de problemas jurídicos. Nessa linha, frisa-se que, embora existam várias vertentes de *Law & Economics*, esta pesquisa se filia à análise neoinstitucionalista dos custos de transação de Oliver Williamson<sup>420</sup>, que considera a racionalidade limitada dos indivíduos no momento de fazer escolhas, e que percebe as normas jurídicas como mecanismos de incentivos para suas condutas. É exatamente essa a racionalidade que faz o indivíduo ordenar as suas predileções, evitando aquelas que potencialmente geram mais custos.

A tese aqui desenvolvida propõe que a análise econômica do direito normativa pode oferecer uma contribuição relevante para o contexto da apuração de haveres. O art. 606 do CPC/2015, quando aplicado em determinados casos, apresenta um complexo cenário de interpretação para o órgão judicial. As expressões contidas no referido artigo remetem a áreas do conhecimento que extrapolam o universo jurídico. Por exemplo, os conceitos desenvolvidos no capítulo anterior sobre “ativos intangíveis a preço de saída” e “valor justo das cotas”, podem ser subinterpretados por uma ótica estritamente jurídica. E como provável desfecho, em caso de lide pelos haveres, a sentença judicial pode fixar, nos moldes da letra da lei, genericamente, o método do balanço de determinação, sem considerar parâmetros como a especificidade dos ativos e a causa da dissolução parcial da particular situação em exame.

Imagine-se, por exemplo, uma sociedade limitada formada por três sócios que, após anos de operação, tenha que se desfazer parcialmente, com a saída de um deles, Pedro. O contrato social dessa sociedade, no entanto, não define o método de apuração de haveres em caso de dissolução parcial, é omissa quanto aos critérios para avaliar a participação de um sócio que deseja se retirar. Diante da omissão contratual e de uma lide instaurada para apuração dos haveres, o Poder Judiciário precisa intervir para definir como será realizado o cálculo do valor das cotas de Pedro (art. 606 do CPC/2015).

Pela ótica estritamente jurídica, o órgão judicial aplicaria o art. 606, determinando que os haveres fossem calculados com base no balanço de determinação. Nesse método, os bens e

---

<sup>420</sup> Para organizar os vários ramos da NEI, Davis e North apresentam uma distinção entre ambiente institucional e arranjos institucionais. O ambiente institucional é formado pelas regras do jogo, que se apresentam como guias do comportamento individual. Podem ser formais, traduzidas em regras explícitas, como, por exemplo, a Constituição, as leis e os direitos de propriedade, e informais, consideradas as regras implícitas, como é o caso das convenções sociais. Os arranjos institucionais, por sua vez, são guias específicos que Williamson denomina estruturas de governança, estabelecidas entre as partes em uma transação para regular as negociações. ROCHA, Lara Bonemer; RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. Teoria do desenho de mecanismos: uma proposta de aplicação aos contratos incompletos. **Revista da Faculdade Mineira de Direito**, v. 20, n. 40, p. 219.

direitos da sociedade, tangíveis e intangíveis, seriam avaliados, em tese, pelo critério patrimonial, a preço de saída, ou seja, pelo valor de mercado dos ativos se fossem vendidos no momento da saída de Pedro. Fala-se “em tese” porque, como já esmiuçado na discussão sobre as peculiaridades dos métodos de cálculo, alguns ativos não seriam adequadamente avaliados sem o uso de um método de cálculo do tipo econômico.

A despeito desse tratamento conferido ao caso pelo órgão decisório ser juridicamente adequado nos estritos termos legais, na realidade pode não ser eficiente do ponto de vista econômico.

Para entender essa questão, importa recorrer à análise econômica do direito normativa. Essa abordagem sugere que o juiz deve ir além da simples aplicação literal do art. 606 do CPC/2015. A análise econômica do direito normativa permite ao juiz adotar um método de apuração de haveres não apenas juridicamente (e aparentemente) correto, mas também economicamente eficiente, considerando a realidade econômica da sociedade e as características específicas de seus ativos.

No caso da sociedade de Pedro, o balanço de determinação, baseado no critério patrimonial dos ativos tangíveis e intangíveis, pode não capturar o valor real da sociedade. Se, por exemplo, uma sociedade possui um ativo intangível específico – como uma tecnologia exclusiva desenvolvida internamente –, o valor de mercado desse ativo pode ser significativamente inferior ao seu valor de uso para a sociedade. Simular a venda da tecnologia no mercado não refletiria o valor desse ativo para a operação contínua da empresa.

Nesse sentido, a aplicação da análise econômica do direito normativa sugere que o juiz utilize métodos econômicos alternativos, mais eficientes do que o uso exclusivo do balanço de determinação, como o fluxo de caixa descontado, para viabilizar a avaliação do valor presente de ativos intangíveis específicos, considerando o potencial de geração de benefícios futuros desses ativos.

A eficiência dessa abordagem também se reflete na mitigação de custos de transação. Por exemplo, se o órgão judicial decidisse aplicar apenas o balanço de determinação, sem considerar a especificidade dos ativos intangíveis, Pedro poderia sentir que sua participação foi subvalorizada, o que poderia levar a um prolongamento da disputa judicial. Por outro lado, se o método for demasiado oneroso, os sócios remanescentes e a própria sociedade podem ser prejudicados.

Ao definir métodos de apuração mais eficientes, que consideram as peculiaridades de ativos intangíveis e que averiguam o impacto econômico da saída do sócio, a decisão judicial

pode minimizar esses tipos de custos de transação, buscando garantir que a apuração de haveres resulte em valor justo a todas as partes envolvidas.

E, pelo contrário, intervenções judiciais que aplicam métodos de apuração de haveres que não refletem concretamente a realidade econômica da empresa podem levar à desvalorização dos ativos ou à instabilidade financeira da sociedade remanescente, com efeito que pode ser ampliado, influenciando o comportamento de outras empresas e investidores no mercado.

A incerteza e a instabilidade de decisões judiciais que desconsideram a eficiência econômica pode aumentar os custos de transação no ambiente de negócios, tornando investimentos e operações empresariais mais arriscadas, afetando a confiança de investidores em novos negócios, e desestimulando a formação de sociedades e o fluxo de capital em determinados setores. A intervenção judicial, desse modo, seria considerada uma externalidade negativa, na medida em que geraria instabilidade no mercado ao invés de promover uma solução justa e eficiente às partes diretamente envolvidas.

A perspectiva da análise econômica do direito oferece uma abordagem complementar àquela exclusivamente jurídica, e possibilita uma interpretação mais abrangente do art. 606 do CPC/2015. Ela permite ao Poder Judiciário considerar não apenas o texto da lei, ou seu sentido jurídico estrito, mas também o impacto econômico de suas decisões sobre as partes envolvidas e a sociedade.

A compreensão da norma a ser aplicada, que se obtém a partir da interpretação do texto legal diante das especificidades do caso concreto, deve envolver a perspectiva econômica subjacente; caso contrário, corre-se o risco de alcançar um resultado insuficiente em termos de eficiência e justiça na apuração de haveres.

## **6.2. Parâmetros para o procedimento da apuração de haveres**

A apuração de haveres em casos de dissolução parcial de sociedade, como já apresentado, é um dos temas mais controvertidos no âmbito do direito societário, tanto pela complexidade técnica interdisciplinar quanto pelas consequências práticas que decisões judiciais podem acarretar para os sócios e para a sociedade.

Nos termos do artigo 604 do CPC/2015, para a apuração de haveres, o juiz fixará a data da resolução da sociedade, definirá o critério de apuração dos haveres à vista do disposto no contrato social, e nomeará o perito. Em complemento, o artigo 606 da mesma lei processual dispõe que em caso de omissão do contrato social o juiz definirá, como critério de apuração de

haveres, o valor patrimonial apurado em balanço de determinação. Os referidos dispositivos legais versam sobre o que estamos denominando por parâmetros para o procedimento da apuração de haveres.

Ocorre que, tais parâmetros legais para a apuração de haveres se limitam a estabelecer diretrizes gerais, sendo que, em certos casos, não são capazes de subsidiar o órgão judicial na adequada ordenação do procedimento do cálculo do valor das cotas, haja vista a complexidade inerente à avaliação de ativos. A determinação do valor justo de marcas, patentes, carteiras de clientes, por exemplo, e outros ativos de difícil mensuração, envolve critérios técnicos que extrapolam o domínio jurídico, exigindo o emprego de métodos contábeis e econômicos sofisticados, que estão além da mera aplicação do texto legal.

Essa complexidade é agravada pela vagueza semântica de expressões legais, como “intangíveis a preço de saída”, e pela ausência de orientações específicas sobre como lidar com diferentes causas de dissolução societária, o que demanda dos intérpretes (jurídico e contábil) uma abordagem interdisciplinar para garantir que o cálculo seja equitativo e reflita a realidade econômica da sociedade. A aplicação genérica do balanço de determinação, como está expresso em lei, não tem aptidão para se chegar a bom termo nas variadas situações de apuração de haveres.

Diante desse cenário, é relevante que o Poder Judiciário possa contar com vetores ou parâmetros complementares, para fixar as diretrizes que orientam a atuação do perito contábil. Esses parâmetros, a nosso ver, devem ser adaptáveis às características da sociedade e às situações de dissolução parcial, respeitando a autonomia privada e promovendo uma avaliação justa e eficiente dos recursos. Além disso, a escolha adequada do método de cálculo é essencial para mitigar os custos de transação associados a disputas judiciais prolongadas, preservar a continuidade da sociedade e garantir que os sócios retirantes recebam o valor devido, sem prejuízo ao equilíbrio financeiro e operacional da empresa.

A fim de propor nesta tese um rol de parâmetros<sup>421</sup>, de ordem prática, para auxiliar o órgão judicial na definição de métodos de apuração de haveres, consideramos ser indispensável

---

<sup>421</sup> A nossa proposta não é elaborar um rol de parâmetros exaustivo, devido à complexidade intrínseca dos casos que envolvem a apuração de haveres societários. A dificuldade de estabelecer, a priori, todas as possibilidades e cenários decorre, portanto, não apenas da diversidade de ativos e operações societárias, mas também da própria interação entre os aspectos jurídicos, financeiros e econômicos do procedimento de apuração de haveres. A adoção de critérios patrimoniais ou econômicos, como o balanço de determinação ou o fluxo de caixa descontado, exige uma análise contextual aprofundada, que considere fatores como a especificidade dos ativos envolvidos, a estrutura contratual de governança societária e a relevância dos ativos envolvidos. Assim, o papel dos parâmetros aqui propostos é servir como uma prática base, mas que deve ser complementado pela análise das evidências de cada caso concreto, sendo inviável a criação de um modelo universal que abranja todos os cenários possíveis.

levar em consideração a especificidade dos ativos e a causa da dissolução parcial que provoca a apuração dos haveres, analisadas caso a caso.

Os ativos da sociedade podem ser divididos em tangíveis e intangíveis, como já exposto anteriormente, cada qual podendo exigir abordagens distintas na avaliação.

#### ✓ **Ativos tangíveis**

O Balanço de Determinação, método patrimonial previsto no art. 606 do CPC/2015, e no art. 1.031 do CC/2002, é normalmente adequado para empresas com ativos predominantemente tangíveis, como imóveis, máquinas, equipamentos e estoques. Esse método avalia o valor patrimonial, refletindo uma visão estática dos bens da sociedade, via de regra sem levar em conta a projeção de lucros futuros dos ativos. O referido método baseia-se na avaliação do patrimônio da sociedade, ajustando os valores registrados na contabilidade para refletir o preço de saída dos bens — ou seja, o valor de mercado, que seria obtido caso os ativos fossem alienados.

Para ativos tangíveis como os acima mencionados, consideramos adequado a sentença judicial fixar o método do balanço de determinação, em razão dos seguintes fatores:

i. *Facilidade de mensuração objetiva*: Ativos tangíveis, como máquinas, imóveis e estoques, possuem características físicas e valores de mercado que podem ser determinados de maneira mais objetiva. Esses bens são frequentemente negociados em mercados secundários, o que permite a obtenção de informações confiáveis sobre seus preços. Por exemplo, um imóvel pode ser avaliado com base em critérios de mercado, como localização e preço médio de propriedades similares, enquanto máquinas podem ser avaliadas por especialistas ou com base em tabelas de depreciação, e automóveis podem ser avaliados tendo a tabela FIPE como parâmetro.

ii. *Aderência à abordagem patrimonialista*: O balanço de determinação considera o valor contábil dos bens e ajusta os valores para refletir sua realidade no momento da dissolução parcial. Para estoques, por exemplo, o método ajusta o valor contábil para o custo de reposição ou valor realizável líquido, permitindo uma avaliação fiel de itens que possuem um mercado ativo.

iii. *Simplicidade em relação à natureza do ativo*: Como os ativos tangíveis não dependem, via de regra, de projeções futuras de desempenho ou geração de receita, sua avaliação não exige cálculos complexos como os encontrados em métodos baseados no fluxo

de caixa. Isso reduz a possibilidade de distorções e torna o método mais eficiente e direto em contextos em que predominam os ativos tangíveis.

Exemplificando, imagine-se uma sociedade limitada cujo patrimônio é composto majoritariamente por máquinas industriais e estoques. O método do balanço de determinação ajustaria o valor contábil desses bens para refletir seu preço de mercado atual, considerando, no caso das máquinas, sua condição e o custo de substituição, e no caso dos estoques, seu valor realizável líquido. Essa abordagem busca assegurar que o sócio retirante receba um valor justo com base nos ativos tangíveis disponíveis no momento da dissolução.

Desta forma, o balanço de determinação se mostra mais apropriado para contextos em que os ativos são predominantemente tangíveis, oferecendo objetividade, simplicidade e uma avaliação baseada no valor atual do patrimônio, calculado na data fixada por sentença judicial.

### ✓ **Ativos intangíveis**

Por outro lado, ativos intangíveis, como marcas, patentes, e carteiras de clientes, demandam um método de cálculo mais dinâmico, como o Fluxo de Caixa Descontado (FCD). Como já tivemos oportunidade de minudenciar, esse método usualmente calcula o valor presente do fluxo de caixa futuro que esses ativos podem gerar, considerando uma taxa de desconto que reflita o risco e o custo de oportunidade.

Por exemplo, em uma empresa de tecnologia com grande parte do valor atrelado ao desenvolvimento de software e propriedade intelectual, o FCD é mais indicado, pois captura o potencial futuro econômico que não estaria representado no balanço patrimonial.

O valor econômico de ativos como esses intangíveis citados não está intrinsecamente ligado a uma existência física ou a registros contábeis históricos, mas sim à sua capacidade de gerar fluxos de caixa futuros. Essa natureza prospectiva faz com que o FCD seja o método mais indicado para capturar o valor real desses ativos no contexto de apuração de haveres. Em reforço, pode-se citar as seguintes razões para a sentença judicial fixar o FCD como o método de cálculo para ativos de tal natureza:

i. *Ausência de um mercado de referência*: Diferentemente de ativos tangíveis, como imóveis ou automóveis, ativos intangíveis muitas vezes não possuem um mercado secundário estruturado para precificação direta. Por exemplo, o valor de uma carteira de clientes depende de elementos específicos, como a capacidade de retenção da empresa e a concorrência no setor, todos os fatores difíceis de quantificar por métodos de cálculo patrimoniais. Ao projetar fluxos de caixa com base na contribuição futura do ativo intangível, o FCD oferece uma solução para

a ausência de precificação direta, permitindo que o valor seja estimado com base em dados financeiros e operacionais da empresa.

ii. *Complexidade na valorização de ativos intangíveis*: Uma patente, por exemplo, pode ter valor diferente dependendo do setor ou do mercado em que a empresa opera. Uma patente na indústria farmacêutica pode valer significativamente mais se estiver associada a um medicamento exclusivo e de alta demanda. De forma semelhante, a valorização de uma marca depende do reconhecimento no mercado e da sua contribuição para a receita. O FCD pode considerar em seu procedimento de cálculo as características específicas do ativo e do contexto da empresa, incluindo o setor, a taxa de crescimento projetada e os riscos associados. Isso permite uma avaliação mais precisa, ajustada à realidade econômica do ativo.

iii. *Risco de subvalorização das cotas*: A aplicação generalizada e exclusiva de métodos patrimoniais, como o balanço de determinação, pode subestimar o valor de ativos intangíveis. Por exemplo, uma carteira de clientes ou uma marca reconhecida, mas não adequadamente valoradas, pode levar o sócio retirante a receber uma quantia abaixo do valor real de sua participação, prejudicando o alcance de um valor justo na apuração de haveres.

Em casos concretos que envolvam ativos como esses mencionados, o FCD funciona como ferramenta que promove a equidade na apuração de haveres, pois, diversamente de um método puramente patrimonial, permite a utilização de parâmetros para o cálculo que reflitam o potencial econômico dos ativos intangíveis presentes na avaliação.

Um caso prático pode ser imaginado ao se considerar uma sociedade limitada cujo principal ativo seja uma patente tecnológica que viabiliza a produção de equipamentos médicos inovadores. O balanço de determinação avaliaria o custo de desenvolvimento registrado na contabilidade, mas ignoraria o potencial de receita futura gerado pela patente no mercado. O FCD, por outro lado, calcularia o valor presente dos lucros futuros esperados com a exploração dessa tecnologia, fornecendo um retrato econômico muito mais fiel do ativo e da participação societária.

### ✓ **A viável combinação de métodos**

Em casos de sociedades compostas por ativos mistos — tangíveis e intangíveis —, pode ser necessária uma aplicação combinada de métodos de cálculo com perspectivas diferentes. A aplicação isolada de um único método de cálculo, patrimonial ou econômico, pode, em certos casos, resultar em avaliações incompletas ou inconvenientes, comprometendo a equidade da divisão do valor das cotas sociais.

A combinação de métodos é justificada pela natureza diversa dos ativos que compõem o patrimônio da sociedade. Em muitos casos, uma abordagem híbrida<sup>422</sup> é necessária para refletir de forma completa o valor da sociedade, minimizando as distorções que poderiam surgir da aplicação isolada do balanço de determinação ou do FCD.

Por exemplo, imagine-se uma sociedade limitada cujo patrimônio inclui um imóvel avaliado em R\$ 10 milhões, estoques de R\$ 5 milhões e uma marca consolidada no mercado. O balanço de determinação seria suficiente para atualizar o valor do imóvel e dos estoques, garantindo uma avaliação justa de ativos tangíveis, a preço de saída. No entanto, a marca, embora não escriturada no balanço patrimonial, possui um valor econômico significativo que pode ser estimado com o FCD, projetando fluxos de caixa futuros oriundos da sua exploração. A combinação desses métodos permitiria captar tanto o valor patrimonial quanto o potencial econômico da sociedade, resultando em uma avaliação de recursos mais precisa e equitativa.

Da perspectiva da sentença judicial que fixa métodos de apuração de haveres para o caso concreto, a possível combinação de métodos oferece um meio eficaz de promover o cálculo do valor das cotas sociais de forma aderente à realidade dos ativos da sociedade. Ao determinar, por exemplo, que o perito aplique o balanço de determinação para os ativos tangíveis e o FCD para certos intangíveis, o juiz busca assegurar que o procedimento de apuração dos haveres seja ajustado às especificidades do caso concreto, respeitando tanto o regramento jurídico vigente (art. 606 do CPC/2015) quanto às nuances patrimoniais e econômicas da sociedade avaliada.

Não é demais frisar que essa indicação que aqui se faz, a priori, sobre a lógica inicial de se aplicar o balanço de determinação para ativos tangíveis e o FCD para intangíveis não é estanque ou absoluta. A questão é mais complexa e, como já esmiuçado, somente a análise da especificidade dos ativos é que irá apontar qual é o método de apuração de haveres mais adequado para a realização do cálculo de seus valores.

---

<sup>422</sup> Guilherme de Paula Nunes, magistrado da 2a Vara Empresarial do Tribunal de Justiça de São Paulo, afirma, nesse sentido, a necessidade de convivência excepcional do balanço de determinação com um método econômico de avaliação de ativos. Ele cita, como exemplo, empresas que são frutos de altos investimentos, constituindo-se por vezes em ideias ou protótipos tecnológicos que se pretende desenvolver na linha do tempo, mas que praticamente não possuem ativos tangíveis para se calcular o valor e dividir entre os sócios. A marca ou a carteira de clientes dessa empresa pode ser o que há de mais valioso. A prática da apuração de haveres tem mostrado que se não se considerar tais ativos intangíveis no cálculo dos haveres, talvez quase não haja valor a ser partilhado entre os sócios. Em tal tipo de situação verificada pelo juiz, após provocação das partes, propõe o magistrado que a sentença determine para a perícia que referidos ativos intangíveis sejam valorados por um método econômico, como, por exemplo, o fluxo de caixa descontado. In: DIREITO EMPRESARIAL CAFÉ COM LEITE: #207: Apuração de Haveres na Sociedade Limitada: a possibilidade de convivência dos métodos patrimonial e econômico. [Locução de]: Amanda Athayde. Entrevistado: Guilherme de Paula Nunes. [S.]: Direito Empresarial Café com Leite, 28 nov. 2024. Podcast. Disponível em: <https://open.spotify.com/episode/6yGFHyR7o13vlaAWHNj7H0>. Acesso em: 21 jan. 2025.

Frise-se, como demonstrado na seção 4.6, que o método FCD também pode ser aplicado à valoração de ativos tangíveis. É o caso de ativos tangíveis sem informações fidedignas sobre transações com objeto e condições mercadológicas semelhantes, como já exemplificado pela hipótese de um maquinário protegido por sigilo industrial, cujo valor de substituição não é estimável por especialista da área. Em casos como esse, há necessidade de se apurar o valor dos ativos tangíveis por uma abordagem de receita, sugerindo para isso a utilização do método FCD.

Na ausência de previsão específica no contrato social ou no acordo de sócios acerca do(s) método(s) de apuração de haveres a ser(em) utilizado(s) em casos de dissolução parcial da sociedade, a sentença judicial que determinar o método aplicável deverá fundamentar-se no que for alegado e provado pelas partes nos autos do processo. Nesse contexto, a natureza e as especificidades dos ativos, sejam eles tangíveis ou intangíveis, desempenham papel fundamental na escolha metodológica para o cálculo da participação societária.

Cabe ao juiz ou tribunal determinar, com base nesses elementos, se a perícia deverá adotar o balanço de determinação ou o fluxo de caixa descontado, de forma exclusiva, ou uma combinação de ambos os métodos, de forma integrada. Como já tivemos a oportunidade de expor, nada impede, por exemplo, que um determinado ativo específico seja avaliado pelo método fluxo de caixa descontado, e os demais ativos pelo balanço de determinação.

O que refutamos é a aplicação genérica do critério patrimonial pelo balanço de determinação, que pode levar a resultados incompatíveis com o real valor dos ativos, podendo prejudicar, por um lado, tanto o sócio desligado, seus sucessores ou ex-cônjuge quanto, por outro lado, gerar riscos à própria continuidade da sociedade.

### **6.3 Apuração de haveres no anteprojeto de reforma do Código Civil**

A revisão do art. 1.031 do CC/2002 é desejada, já que o tema da apuração de haveres nas sociedades limitadas, como demonstramos em tópico específico, é envolto por controvérsias e permanece há tempos em disputa jurisprudencial e doutrinária.

Veja-se a seguir o teor da proposta de reforma do indigitado dispositivo e a comparação com o texto legal em vigor. Destacamos também os arts. 604 e 606 do CPC/2015, pois ambos são essenciais para avaliar a vigente legislação sobre apuração de haveres.

| Legislação vigente                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            | Anteprojeto de Reforma do Código Civil                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p><b>Código Civil:</b></p> <p>Art. 1.031. Nos casos em que a sociedade se resolver em relação a um sócio, o valor da sua quota, considerada pelo montante efetivamente realizado, liquidar-se-á, salvo disposição contratual em contrário, com base na situação patrimonial da sociedade, à data da resolução, verificada em balanço especialmente levantado.</p> <p>§ 1º O capital social sofrerá a correspondente redução, salvo se os demais sócios suprirem o valor da quota.</p> <p>§ 2º A quota liquidada será paga em dinheiro, no prazo de noventa dias, a partir da liquidação, salvo acordo, ou estipulação contratual em contrário.</p> <p>***</p> <p><b>Código de Processo Civil:</b></p> <p>Art. 604. Para apuração dos haveres, o juiz:</p> <p>I - fixará a data da resolução da sociedade;</p> <p>II - definirá o critério de apuração dos haveres à vista do disposto no contrato social; e</p> <p>III - nomeará o perito.</p> <p>Art. 606. Em caso de omissão do contrato social, o juiz definirá, como critério de apuração de haveres, o valor patrimonial apurado em balanço de determinação, tomando-se por referência a data da resolução e avaliando-se bens e direitos do ativo, tangíveis e intangíveis, a preço de saída, além do passivo também a ser apurado de igual forma.</p> | <p>Art. 1.031. Nos casos em que a sociedade se resolver em relação a um sócio, o valor da sua quota, considerada pelo montante efetivamente realizado, liquidar-se-á conforme determinado no contrato social.</p> <p>§ 1º Os haveres serão calculados, em regra, de acordo com os critérios fixados no contrato social</p> <p>§ 2º Em caso de omissão do contrato social, o juiz observará, como critério de apuração de haveres, o valor apurado em balanço de determinação, tomando-se por referência a data da resolução e avaliando-se, a preço de saída, os bens e direitos do ativo, tangíveis e intangíveis, inclusive os gerados internamente, além do passivo, a ser apurado de igual forma</p> <p>§ 3º O critério de determinação do valor das quotas para fins de apuração de haveres estabelecidos no contrato social será observado, mesmo que resulte em valor inferior ao apurado em qualquer outro método de avaliação</p> |

Fonte: elaboração própria

O anteprojeto de reforma do Código Civil buscou destacar a preponderância da autonomia privada no que se refere ao contexto da apuração de haveres. O teor normativo da proposta para o artigo 1.031, caput deixa claro que as disposições contratuais prevalecem sobre o critério legal, tendo este a aplicação apenas de forma subsidiária. Trata-se de reforço acerca da prevalência da autonomia privada dos sócios, o que também pode ser observado na proposta de redação dos parágrafos 1º, 2º, e 3º.

A atual redação dos artigos 1.031 do CC/2002 e 606 do CPC/2015 já dispõe que havendo previsão no contrato social sobre apuração de haveres, esta deve prevalecer sobre o critério legal. Contudo, como demonstramos na seção 2.4, há decisões na jurisprudência do STJ que afastam as disposições contratuais sobre apuração de haveres, como pode ser observado no Recurso Especial n. 1.335.619/SP, segundo o qual, “o critério previsto no contrato social para

a apuração dos haveres do sócio retirante somente prevalecerá se houver consenso entre as partes quanto ao resultado alcançado”<sup>423</sup>.

Entendemos, desse modo, que o anteprojeto de reforma do Código Civil tem o objetivo de fortalecer o caráter preponderante da autonomia privada em matéria de apuração de haveres, somente podendo ser afastada para aplicação do critério legal em casos excepcionais, como no caso de má-fé ou vícios contratuais comprovados.

No tocante ao critério e ao método de apuração dos haveres, o artigo 1.031, § 2º do anteprojeto ratifica o que já havia sido previsto pelo Código de Processo Civil, no sentido de que, o juiz observará, como critério de apuração de haveres, o valor apurado em balanço de determinação. Essa opção legislativa é fruto do desenvolvimento histórico do instituto da apuração de haveres, cuja trajetória apresentamos na seção 2.4.

A manutenção do critério patrimonial pelo método do balanço de determinação demonstra a preocupação da Comissão de Juristas, responsável pela revisão e atualização do Código Civil, com segurança e certa previsibilidade na apuração do valor das cotas sociais do sócio retirante. À primeira vista, pode parecer que a redação do artigo 1.031, § 2º do anteprojeto pretende afastar a aplicação de qualquer outro método, como o fluxo de caixa descontado, o que não nos parece adequado.

A melhor interpretação do artigo 1.031, § 2º do anteprojeto, em nosso sentir, é na direção de se aplicar o balanço de determinação de forma preponderante, no que couber, considerando a natureza dos ativos existentes na sociedade que é objeto de avaliação. Isso não significa, como temos sustentado, que outro método de cálculo não possa ser aplicado de forma conjunta, notadamente para ativos cuja expressão econômica só pode ser capturada levando em conta a sua perspectiva de potencial geração de lucros futuros.

Observa-se que o citado dispositivo dispõe que devem ser avaliados “a preço de saída, os bens e direitos do ativo, tangíveis e intangíveis, inclusive os gerados internamente, além do passivo, a ser apurado de igual forma”. A referida redação quase repete integralmente o teor do art. 606 do CPC/2015. A atualização do art. 1.031 do CC/2002, de fato, se faz necessária, para reafirmar que ativos e passivos devem ser avaliados a preço de saída e, desse modo, ficar alinhada com as disposições da lei processual civil.

A inovação da proposta para a redação do artigo 1.031, § 2º fica por conta da expressão “inclusive os gerados internamente”. Entendemos que essa nova locução legal assevera o propósito de que todos e quaisquer ativos, tangíveis e intangíveis, devem ser considerados na

---

<sup>423</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial n. 1.335.619-SP (2011/0266256-3). Disponível em: [https://scon.stj.jus.br/SCON/GetInteiroTeorDoAcordao?num\\_registro=201102662563](https://scon.stj.jus.br/SCON/GetInteiroTeorDoAcordao?num_registro=201102662563). Acesso em: 04 jan.2025

apuração dos haveres societários, incluindo aqueles que foram desenvolvidos na dinâmica interna da atividade econômica empreendida pela sociedade, estejam os ativos escriturados, ou não, na contabilidade.

Isso reforça a nossa tese de que outro método de cálculo diverso do balanço de determinação pode, e até deve em certos casos, ser usado para ativos específicos. Tome-se como exemplo uma marca desenvolvida internamente e registrada pela sociedade<sup>424</sup>. Caso existam, no mercado em que está inserida a sociedade, transações de marcas que sejam comparáveis, o preço da marca sob avaliação poderá ser mensurado por abordagem de mercado. De modo que o valor desse ativo será alcançado por comparação com transação similar. Caso contrário, se não houver transações comparáveis, o preço de saída da marca deverá ser obtido por outra abordagem, como a de receita. E, para isso, se faz necessário o emprego de outro método de cálculo, como o já explicado fluxo de caixa descontado.

O exemplo elucida a viabilidade de se aplicar uma abordagem avaliativa individual do ativo, pela perspectiva da receita, para a obtenção de seu preço de saída. Isso não significa, vale frisar, que todo o patrimônio societário se submeteria a esse mesmo método de avaliação.

O § 3º do art. 1.031 do anteprojeto é ainda mais enfático ao se referir à prevalência do método de apuração de haveres previsto contratualmente, ao dispor que este deve ser observado ainda que resulte em valor inferior ao apurado em qualquer outro método de avaliação. Em nossa análise, o referido dispositivo reitera que a intervenção judicial modificativa do pacto societário deve ser excepcional, como já expusemos, de modo que o mero dissenso entre os sócios acerca do valor calculado para as cotas sociais não é suficiente para afastar a aplicação do método de apuração de haveres previsto no contrato social ou acordo de sócios. Sendo certo que a revisão judicial corretiva do cálculo dos haveres deve ter lugar em situações, por exemplo, nas quais as cotas sejam reduzidas a valor pífio, ou se verifique a existência de má fé ou de “pacto leonino”.

A nossa análise crítica da proposta de reforma do art. 1.031 do CC/2002 aponta que, embora o anteprojeto apresentado pela Comissão de Juristas pretenda clarificar aspectos relacionados à apuração de haveres, ele não supera adequadamente as controvérsias que historicamente permeiam o tema. Ao apenas reforçar a prevalência da autonomia privada na definição de critérios de avaliação, e estabelecer o balanço de determinação como critério

---

<sup>424</sup> VILELA, Renato. **Avaliação para fins de apuração de haveres nas sociedades limitadas**: apreciação de ativos intangíveis. 2023. Tese (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo (USP), São Paulo, 2023, p. 107.

subsidiário em caso de omissão contratual, o texto proposto pelo anteprojeto mantém lacunas que limitam sua aplicabilidade prática e deixam questões fundamentais sem solução.

O § 2º do artigo reformulado, ao determinar o balanço de determinação como método padrão, na ausência de previsão contratual, carece de mecanismos para mitigar as limitações dessa perspectiva patrimonial em casos que envolvem ativos intangíveis de alta especificidade. Embora o texto mencione "ativos intangíveis, inclusive os gerados internamente", o método do balanço de determinação, predominantemente patrimonial, não captura adequadamente o valor econômico de tais ativos. Este ponto já foi amplamente discutido na presente pesquisa, demonstrando que métodos dinâmicos, como o fluxo de caixa descontado (FCD), são mais apropriados para avaliar ativos cuja geração de valor está diretamente vinculada à rentabilidade futura.

Outro ponto de atenção é a ausência de diretrizes que orientem o magistrado na definição do método de avaliação a ser utilizado pela perícia, quando o contrato social é omissivo, e as circunstâncias do caso concreto exigem uma abordagem mais detalhada, que leve em consideração as especificidades de todos os ativos. A vagueza semântica presente em expressões como "a preço de saída" continua a gerar interpretações divergentes, dificultando a aplicação uniforme do dispositivo.

Por fim, a reforma almejada para o art. 1.031 do CC/2002 também parece ignorar a relevância de combinar métodos de avaliação em situações em que ativos tangíveis e intangíveis coexistem, especialmente em sociedades com perfil híbrido de ativos. A ausência de previsão sobre a possibilidade de uso combinado do balanço de determinação e do fluxo de caixa descontado perpetua a insegurança jurídica, deixando de oferecer uma solução mais sofisticada para cálculos que demandam maior precisão técnica.

Apesar da intenção de aprimorar a disciplina jurídica da apuração de haveres, a proposta da Comissão de Juristas não apresenta diretrizes suficientemente elaboradas para enfrentar as complexidades da prática societária, mantendo muitas das controvérsias já existentes. A ausência de critérios sobre métodos de avaliação e a falta de um modelo normativo mais alinhado à realidade dos ativos intangíveis reforçam a necessidade de uma abordagem mais integrada entre direito, contabilidade e economia. Na ausência de diretrizes legais mais precisas, acreditamos que a doutrina seguirá sendo a principal referência na interpretação e construção de soluções práticas para os desafios que envolvem a apuração de haveres.

#### **6.4 Apuração de haveres na perspectiva do direito estrangeiro - Portugal e Itália**

A análise da apuração de haveres na perspectiva do direito estrangeiro emerge como uma forma de enriquecer a pesquisa, no intuito de compreender como diferentes sistemas jurídicos enfrentam os desafios inerentes à dissolução parcial de sociedades e à valoração de ativos. Acreditamos que a investigação de experiências estrangeiras permite a identificação de boas práticas e pode evidenciar lacunas e limitações presentes no ordenamento jurídico brasileiro, especialmente porque a temática da apuração de haveres envolve questões jurídicas e contábeis que transcendem as fronteiras nacionais, tal como se verifica na especificidade dos ativos societários.

A abordagem que se adota, portanto, explora possíveis semelhanças e diferenças entre os sistemas jurídicos analisados, com o objetivo de buscar caminhos viáveis para o aprimoramento de um modelo mais eficiente e previsível para a apuração de haveres em nosso ordenamento jurídico brasileiro.

A escolha dos ordenamentos jurídicos de Portugal e Itália para a nossa análise fundamenta-se em critérios históricos, jurídicos e metodológicos. Ambos os países compartilham com o Brasil a tradição jurídica romano-germânica, o que pode facilitar um exame que considere pontos de convergência e contraste em relação às normas e práticas aplicáveis à apuração de haveres. A semelhança estrutural dos sistemas jurídicos é um ponto de partida importante para compreender como cada país aborda os desafios decorrentes da liquidação de participações societárias

No caso de Portugal, sua proximidade cultural e histórica com o Brasil, aliada à influência mútua na construção de princípios jurídicos, fornece um campo fértil para explorar não somente como a legislação de cada país trata a apuração de haveres, mas também como a autonomia privada e o dirigismo contratual são articulados na prática.

A escolha da Itália também está relacionada à influência que o direito italiano exerceu na construção do Código Civil brasileiro de 2002, particularmente na adoção da teoria da empresa. Analisar a abordagem italiana permite, a nosso ver, explorar as raízes teóricas do modelo brasileiro, ao mesmo tempo em que oferece uma perspectiva de análise que pode ser enriquecedora sobre como dois países, com tradições jurídicas comuns, tratam a temática dos haveres societários.

## ✓ Portugal

A apuração de haveres em Portugal, no contexto de dissolução parcial de sociedades, é regulada pelo Código das Sociedades Comerciais (CSC), com suporte subsidiário do Código Civil Português (CCP) e do Código de Processo Civil Português (CPCP).

O artigo 105.º do Código das Sociedades Comerciais é particularmente relevante, pois estabelece que, em caso de resolução da sociedade em relação a um sócio, o valor da quota será determinado conforme as disposições previstas no contrato social. Essa regra enfatiza a primazia da autonomia privada, permitindo que os sócios estipulem critérios específicos para a apuração de haveres, incluindo o método de avaliação e a data de referência para realizar o cálculo. Vale observar o teor do discutido artigo 105º, CSC:

1 - Se a lei ou o contrato de sociedade atribuir ao sócio que tenha votado contra o projecto de fusão o direito de se exonerar, pode o sócio exigir, no prazo de um mês a contar da data da deliberação, que a sociedade adquira ou faça adquirir a sua participação social.

2 - Salvo estipulação diversa do contrato de sociedade ou acordo das partes, a contrapartida da aquisição deve ser calculada nos termos do artigo 1021.º do Código Civil, com referência ao momento da deliberação de fusão, por um revisor oficial de contas designado por mútuo acordo ou, na falta deste, por um revisor oficial de contas independente designado pela respectiva Ordem, a solicitação de qualquer dos interessados.

3 - É lícito a qualquer das partes requerer segunda avaliação para o cálculo da contrapartida da aquisição referida no número anterior, nos termos do Código de Processo Civil.

Observa-se que o artigo 105.º do Código das Sociedades Comerciais não se limita a garantir a primazia da autonomia privada. Ele também estabelece, no segundo parágrafo, diretrizes para situações em que o contrato social seja omissivo ou insuficiente na definição dos critérios para apuração de haveres. Nesse caso, a contrapartida da aquisição das quotas deve ser calculada nos termos do artigo 1021.º do Código Civil Português. Essa remissão ao Código Civil evidencia a interconexão entre os dois diplomas e a dependência do regime societário em relação às regras gerais de avaliação patrimonial, especialmente em casos de liquidação de quotas.

O artigo 105.º do Código das Sociedades Comerciais ainda prevê que, na ausência de consenso entre as partes sobre a designação de um avaliador, a escolha deve recair sobre um revisor oficial de contas, cuja nomeação será realizada pela Ordem dos Revisores Oficiais de Contas, garantindo imparcialidade no processo de avaliação. Esse mecanismo de designação reflete uma preocupação com a transparência e a equidade no cálculo dos haveres.

Contudo, o referido dispositivo legal apresenta limitações que merecem destaque. Primeiramente, ao delegar a avaliação ao revisor oficial de contas sem especificar os critérios

metodológicos aplicáveis, o artigo cria espaço para interpretações subjetivas. Isso porque, embora o artigo 105.º, CSC faça remissão ao artigo 1021.º do Código Civil Português, ele não delimita com clareza o método de cálculo que deve ser adotado em relação aos ativos. Além disso, a expressão "contrapartida da aquisição" utilizada no dispositivo não é plenamente esclarecida no texto legal, o que pode gerar incertezas práticas sobre a forma de valoração das quotas. Esse ponto é especialmente relevante em sociedades com ativos de alta especificidade ou bens intangíveis cuja avaliação é complexa.

O artigo 1021.º Código Civil Português, que trata das obrigações contratuais em geral, e outros dispositivos relacionados à liquidação patrimonial e partilha, oferece fundamentos teóricos para casos de resolução parcial de sociedade. Veja-se o teor do artigo:

1. Nos casos de morte, exoneração ou exclusão de um sócio, o valor da sua quota é fixado com base no estado da sociedade à data em que ocorreu ou produziu efeitos o facto determinante da liquidação; se houver negócios em curso, o sócio ou os herdeiros participarão nos lucros e perdas deles resultantes.
2. Na avaliação da quota observar-se-ão, com as adaptações necessárias, as regras dos nºs 1 a 3 do artigo 1018.º, na parte em que forem aplicáveis.

E o artigo 1018.º, que complementa a matéria da partilha do valor das cotas no Código Civil Português:

1. Extintas as dívidas sociais, o activo restante é destinado em primeiro lugar ao reembolso das entradas efectivamente realizadas, exceptuadas as contribuições de serviços e as de uso e fruição de certos bens.
2. Se não puder ser feito o reembolso integral, o activo existente é distribuído pelos sócios, por forma que a diferença para menos recaia em cada um deles na proporção da parte que lhe competir nas perdas da sociedade; se houver saldo depois de feito o reembolso, será repartido por eles na proporção da parte que lhes caiba nos lucros.
3. As entradas que não sejam de dinheiro são estimadas no valor que tinham à data da constituição da sociedade, se não lhes tiver sido atribuído outro no contrato.
4. Ainda que o contrato o não preveja, podem os sócios acordar em que a partilha dos bens se faça em espécie.

O artigo 1021.º do Código Civil Português regula a fixação do valor das quotas de um sócio em casos de morte, exoneração ou exclusão, detalhando elementos importantes para a apuração de haveres. A norma estabelece que o valor das quotas deve ser calculado com base no estado da sociedade na data em que ocorreu o fato determinante da liquidação, preservando, entretanto, o direito do sócio ou de seus herdeiros de participar nos lucros e perdas dos negócios em curso. Essa previsão é relevante, na medida em que almeja promover uma avaliação adequada, alinhada com a realidade econômica da sociedade no momento do evento de dissolução parcial.

A remissão ao artigo 1018.º do Código Civil Português, mencionada no n.º 2 do artigo 1021.º, reforça que a liquidação das quotas deve respeitar as regras relativas à partilha dos bens sociais, adaptadas ao contexto da apuração de haveres, entre as quais, vale destacar a extinção das dívidas sociais como prioridade. Ou seja, antes de qualquer cálculo dos haveres, as obrigações da sociedade devem ser liquidadas, o que assegura que o cálculo reflita um patrimônio líquido disponível.

Outra regra relevante do referido artigo 1018.º é no sentido de que a estimativa dos bens não monetários aportados pelos sócios na constituição da sociedade deve ser feita pelo valor atribuído à época ou conforme estabelecido contratualmente. Entendemos que esta regra pode ser útil na proteção de credores e na estabilidade societária em eventos estruturais, como fusões e aquisições, pois assevera que o capital social seja preservado como um parâmetro seguro, evitando manipulações ou distorções que comprometam a integridade das participações societárias e a previsibilidade dos direitos patrimoniais dos sócios. Contudo, em situações de dissolução parcial, a apuração de haveres requer uma abordagem distinta. Nesses casos, é obrigatório considerar o estado patrimonial da sociedade na data do evento que determinou a saída do sócio, conforme disposto no artigo 1021.º, ajustando a avaliação dos bens não monetários à sua realidade econômica atual.

Observa-se que o Código Civil Português reforça princípios como a proporcionalidade e a boa-fé, orientando que a liquidação das quotas deve refletir o equilíbrio entre os direitos do sócio retirante e a manutenção da estabilidade econômica da sociedade. Por outro lado, embora os artigos 1018.º e 1021.º sejam diretrizes para estruturar a apuração de haveres, eles apresentam limitações de ordem prática, fornecendo apenas indicativos e regras gerais para a liquidação de cotas sociais. A falta de parâmetros legais objetivos para a escolha entre métodos patrimoniais e econômicos é um ponto de atenção significativo. Isso pode aumentar a dependência de previsões contratuais no âmbito do contrato social ou, em sua omissão, da intervenção judicial para definir os critérios de apuração de haveres. O que, em última instância, pode resultar em maior incerteza e custos de transação para as partes envolvidas.

Vejamos, a título ilustrativo, a aplicação dos dispositivos legais analisados em algumas decisões encontradas na jurisprudência portuguesa, acerca da apuração de haveres.

O julgado publicado em 22-02-2022, n.º 928/18.1YRLSB.S1 - 6.ª Secção (Cível) do Supremo Tribunal de Justiça, consignou o seguinte:

[...] X - Decorre do disposto no art. 1021.º, n.º 1, do CC, que o sócio exonerado tem direito ao contravalor da participação, que corresponde à quota parte do valor da sociedade na data relevante. XI - **A determinação do valor da sociedade não pode limitar-se, num critério estático e atomista,** a considerar os valores parcelares do

activo líquido do património social que constam do balanço (critério contabilístico estrito). XII - Por um lado, mesmo nessa perspectiva, sendo comum a subavaliação dos activos (desde logo, por aplicação do princípio do custo histórico, do princípio da prudência e pela existência de reservas ocultas), esses valores devem ser corrigidos para o seu valor real e efectivo. XIII - Por outro lado, **a esse valor patrimonial deve acrescer o valor que advém de activos imateriais ou intangíveis**, da organização em si e da posição no mercado, ou seja, a reputação, notoriedade, relação com clientes e acreditamento no mercado, que integram o seu valor de aviamento (ou goodwill). XIV - No caso, tratando-se de uma sociedade de advogados, mais se acentua esta vertente. XV - Determinado o valor da sociedade, este deve ser repartido pelos sócios na proporção da parte que lhes corresponde nos lucros, em função do sistema de pontos que vigorava na sociedade, devendo deduzir-se o valor da clientela desviada<sup>425</sup>. (grifamos)

A decisão reflete como as normas do Código Civil Português complementam o Código das Sociedades Comerciais na regulação da apuração de haveres, especialmente na ausência de disposições específicas no contrato social.

Porém, frise-se, os artigos 1021.º e 1018.º do CCP fornecem apenas um quadro geral para a avaliação das quotas. À semelhança do que expusemos sobre expressões legais presentes no artigo 606 da lei processual brasileira, no Código Civil Português também se encontram comandos com vagueza semântica, como no exemplo do artigo 1021.º, n.º 1, do CCP ao dispor que “a avaliação deve basear-se no estado patrimonial da sociedade à data em que ocorreu o facto determinante da liquidação”.

Nota-se que o mesmo tipo de problemática analisada na legislação brasileira é também verificado na legislação portuguesa. Esta, porém, parece ser ainda mais abstrata do que aquela, no que concerne aos métodos de apuração de haveres. As três leis portuguesas a que fizemos referência não fazem qualquer apontamento objetivo sobre métodos de cálculo que devem ser utilizados na apuração de haveres. No julgado em cotejo, coube ao tribunal asseverar que a determinação do valor da sociedade não pode limitar-se, num critério estático, a considerar somente os valores líquidos do património, devendo esses valores ser corrigidos para o seu valor real e efetivo. Decidiu ainda o tribunal que a esse valor patrimonial se deve acrescer o valor que advém de ativos imateriais ou intangíveis, incluindo o *goodwill*.

A análise do teor das disposições legais analisadas nos leva a crer que a opção do legislador português é pelo critério patrimonial para a apuração de haveres. O artigo 105.º do CSC menciona que, na ausência de previsão contratual específica, o cálculo do valor das quotas segue as regras previstas no artigo 1021.º do CCP. Este, por sua vez, determina que a avaliação das quotas deve considerar o estado da sociedade à data do evento determinante e remete às disposições do artigo 1018.º do CCP para questões de partilha. O artigo 1018.º, contudo, limita-

<sup>425</sup> Disponível em: <https://www.stj.pt/wp-content/uploads/2024/06/sumarios-civel-2022.pdf> Acesso em 07 jan. 2025

se a disciplinar o reembolso de entradas e a distribuição de ativos remanescentes, sem detalhar métodos de avaliação.

Portanto, a legislação portuguesa não descreve explicitamente um método de apuração de haveres que utilize uma fórmula como "valor dos ativos menos valor dos passivos". O que ela faz é indicar critérios patrimoniais implícitos, especialmente no que se refere ao "estado da sociedade" e à partilha proporcional entre os sócios, sem adotar uma linguagem técnica mais explícita que especifique o cálculo patrimonial ou econômico

A possibilidade de adoção de critério econômico para avaliação de ativos é, a nosso ver, aceita eventualmente pelo STJ português no que se refere a ativos intangíveis. O destaque, a esse respeito, no julgado em análise, fica por conta da decisão do tribunal que ordena o cálculo que “advém de activos imateriais ou intangíveis, da organização em si e da posição no mercado, ou seja, a reputação, notoriedade, relação com clientes e acreditamento no mercado, que integram o seu valor de aviamento”. Como já analisamos em tópico específico, tais tipos de ativos só podem ter seus valores de saída adequadamente mensurados por critérios econômicos de avaliação. Essa constatação reforça a necessidade de uma interpretação cautelosa, considerando a interação entre contrato social, legislação, prática contábil e jurisprudência.

Adicionalmente ao julgado do Supremo Tribunal de Justiça de Portugal<sup>426</sup>, ora examinado, buscamos analisar algumas decisões de outros tribunais, com o objetivo de exemplificar controvérsias e decisões judiciais sobre apuração de haveres naquele país. Vejamos a seguir.

O julgado publicado em 13/06/2023, nº. 902/22.3T8FND.C1<sup>427</sup>, do Tribunal da Relação de Coimbra, envolveu a amortização (liquidação) de quotas sociais, conforme previsto no contrato de sociedade, pertencentes a um sócio falecido. Os herdeiros do sócio falecido não concordaram com a contrapartida financeira oferecida pela sociedade na liquidação das quotas, e solicitaram uma avaliação judicial para determinar o valor justo da participação social.

Conforme o artigo 235.º, n.º 1, alínea a), do Código das Sociedades Comerciais (CSC), o tribunal decidiu que a possibilidade de avaliação judicial da quota depende da inexistência de estipulação contrária no contrato de sociedade ou de acordo entre as partes. No caso em questão, o contrato social continha uma cláusula específica sobre a determinação do valor da quota em

---

<sup>426</sup> Os critérios de busca de julgados envolveram as seguintes palavras-chave: “art. ‘105’”, “art. 1018”, “art. 1021”, “amortização de quotas”, no período de 2010 a 2024. Contudo, a grande maioria das decisões encontradas não tratavam especificamente sobre métodos de apuração de haveres, estando limitadas ao exame da licitude da exclusão de sócio, caducidade, ou questões de direito processual.

<sup>427</sup> Disponível em:

<https://www.dgsi.pt/jtrc.nsf/8fe0e606d8f56b22802576c0005637dc/bbccd305fcef9e59802589db00484091>

Acesso em: 08 jan. 2025

situações de amortização por morte de sócio. Dada a existência de uma estipulação contratual específica, o tribunal concluiu que não havia fundamento para proceder a uma avaliação judicial da quota, conforme os critérios supletivos do artigo 105.º, n.º 2, do CSC, que remete para o artigo 1021.º do Código Civil Português (CCP).

Este acórdão destaca a primazia da autonomia privada nas sociedades por quotas em Portugal. Quando o contrato de sociedade prevê expressamente um método para determinar o valor da quota em caso de amortização, essa estipulação prevalece sobre os critérios legais supletivos. A decisão ilustra que a intervenção judicial na avaliação de quotas é limitada quando existe uma cláusula contratual específica. Apenas na ausência de tal estipulação ou acordo entre as partes é que os tribunais aplicam os critérios supletivos previstos na lei.

O caso sublinha a importância de uma redação clara e precisa nos contratos de sociedade, especialmente no que diz respeito às cláusulas que versam sobre critérios de avaliação de quotas. Disposições bem definidas podem evitar litígios futuros e proporcionar maior segurança jurídica aos sócios e seus herdeiros.

Outro julgado, publicado em 02/07/2012, nº 1753/05.5TBESP.P1<sup>428</sup>, do Tribunal da Relação do Porto, cingiu-se à apreciação de uma controvérsia sobre a apuração de haveres decorrente da exclusão de um sócio de uma sociedade comercial. A questão central girava em torno dos critérios e período adequados para a realização do cálculo da quota do sócio retirante, tendo em vista que o contrato social previa expressamente que a avaliação deveria ser feita com base no último balanço anual aprovado antes da data da dissolução parcial da sociedade.

A perícia contábil realizada no juízo de primeira instância, entretanto, não se limitou aos critérios previstos no contrato social. Os peritos optaram por adotar um foco evolutivo da empresa, com base em critérios económicos, utilizando do “método dos fluxos de caixa actualizados” e do “método baseado na facturação”, considerando fatores como clientela, localização do estabelecimento, e exercícios sociais posteriores à exclusão do sócio. O valor da empresa foi fixado na média dos dois métodos apresentados. Ou seja, a apuração de haveres levou em consideração o potencial económico do negócio e não apenas o património líquido registrado no último balanço aprovado. Esse método resultou em um valor de haveres superior ao que teria sido obtido se tivesse aplicado o critério previsto contratualmente. O órgão judicial de primeira instância acolheu esse cálculo feito pela perícia.

A sociedade recorreu da decisão, sustentando que a sentença violava o princípio do *pacta sunt servanda*, pois desconsiderava a cláusula contratual que determinava expressamente

---

<sup>428</sup> Disponível em: <https://www.jurisprudencia.pt/acordao/12507/> Acesso em: 08 jan. 2025

a utilização do último balanço acordado como referência para a apuração de haveres. A recorrente argumentou que a avaliação de ativos por critérios não previstos no contrato criou insegurança jurídica e resultou em uma avaliação superior ao que os sócios tinham originalmente pactuado.

O Tribunal da Relação do Porto reformou a decisão de primeira instância, determinando que a apuração de haveres deveria seguir as orientações previstas no contrato social. A decisão deste tribunal destacou que o método de avaliação estipulado pelos sócios deveria ser respeitado, e rejeitou expressamente a adoção de métodos econômicos, sem entrar em considerações sobre uma possível flexibilização a esse respeito.

Ademais, a reforma da decisão consignou que os métodos de apuração de haveres que consideram lucros futuros da empresa (acolhidos na sentença recorrida) não são aqueles pretendidos por lei, como sendo os mais justos e equilibrados, quer para os interesses do sócio excluído quer para os interesses da própria sociedade. Ficou consignado também que a inadequação do relatório pericial em cujo teor se baseou a sentença recorrida, porque não levou em conta para apuração do valor real da quota do sócio excluído o estado da sociedade à data em que ocorreu o fato determinante da liquidação, tendo na verdade considerado o desenvolvimento e evolução da empresa nos exercícios seguintes.

Assim, o Tribunal da Relação do Porto determinou que fosse realizada nova avaliação, desta vez utilizando exclusivamente o método patrimonial, conforme os valores constantes no último balanço anual aprovado antes da exclusão do sócio. Essa decisão reafirmou a prevalência do método patrimonial na apuração de haveres no direito português, privilegiando a estabilidade e a previsibilidade de valores contábeis tradicionais. A opção do tribunal, no entanto, por limitar a avaliação ao balanço patrimonial, levanta questionamentos sobre a sua adequação em sociedades cujo valor não se reflete exclusivamente nos ativos tangíveis registrados em balanço, especialmente no que tange a ativos intangíveis de alta especificidade.

### ✓ Itália

A influência doutrinária italiana no direito societário brasileiro é digna de nota. Autores como Tullio Ascarelli ajudaram a consolidar princípios societários que continuam a moldar a interpretação jurídica no Brasil. Nesse sentido, incluir a visão da legislação italiana nesta tese amplia a perspectiva de análise e permite um diálogo teórico entre ordenamentos que compartilham raízes comuns.

Na Itália, a apuração de haveres no contexto de dissolução parcial de sociedades tem previsão legal no Código Civil (*Codice Civile*), que regula as sociedades contratuais e as

sociedades por ações. O artigo 2289, a seguir analisado, trata expressamente da apuração do valor das quotas em sociedades contratuais, abordando critérios de avaliação e prazos de pagamento. Importa, para nossa análise, verificar na lei italiana a relevância da autonomia privada e a eventual presença de métodos específicos de apuração de haveres. Os artigos do *Codice Civile* mais relevantes nessa matéria são a seguir examinados.

**Artigo 2289 - *Liquidazione della quota del socio***

Nei casi in cui il rapporto sociale si scioglie limitatamente a un socio, questi o i suoi eredi hanno diritto soltanto ad una somma di danaro che rappresenti il valore della quota.

La liquidazione della quota è fatta in base alla situazione patrimoniale della società nel giorno in cui si verifica lo scioglimento.

Se vi sono operazioni in corso, il socio o i suoi eredi partecipano agli utili e alle perdite inerenti alle operazioni medesime.

Salvo quanto è disposto nell'articolo 2270, il pagamento della quota spettante al socio deve essere fatto entro sei mesi dal giorno in cui si verifica lo scioglimento del rapporto.

Esse dispositivo estabelece que, em hipóteses de retirada ou morte de sócio, o valor da sua participação deve ser determinado com base na situação patrimonial da sociedade na data do evento que desencadeia a dissolução. Isso sugere uma abordagem de avaliação patrimonial, com foco nos ativos e passivos contábeis. No entanto, a ausência de menção explícita a métodos de avaliação no texto legal pode gerar disputas interpretativas.

O artigo prevê que, caso haja operações em andamento no momento da dissolução, o sócio ou os herdeiros participem nos lucros e nas perdas dessas operações. Essa regra reconhece a dinâmica empresarial, garantindo que o sócio retirante ou seus herdeiros tenham garantia ao direito patrimonial relativo às cotas, até que se efetue concretamente a apuração de haveres.

As denominadas operações em curso (*operazioni in corso*) referem-se às atividades empresariais ou negociais que a sociedade já iniciou, mas que ainda não foram concluídas quando ocorre a dissolução parcial do vínculo societário com um sócio. Isso pode incluir, por exemplo, contratos em execução, investimentos em ativos, produção e comercialização de bens ou serviços.

O pagamento da quota deve ser realizado em até seis meses após o evento de dissolução, salvo disposição em contrário, prevista no artigo 2270. Este prazo, por um lado, busca oferecer segurança jurídica ao sócio retirante, mas, por outro lado, pode gerar pressão financeira sobre a sociedade, especialmente em casos de liquidez limitada.

O artigo 2289 do *Codice Civile* italiano concentra-se principalmente em estabelecer o direito do sócio que se retira, ou de seus herdeiros, de receber o valor correspondente à sua participação societária. Ele também define o momento de referência para a avaliação (a data da dissolução parcial) e estabelece que a liquidação deve ser feita em dinheiro, considerando a

situação patrimonial da sociedade. Contudo, o artigo não faz menção explícita à possibilidade de os sócios incluírem, no contrato social, critérios específicos de apuração de haveres.

O artigo adota um critério patrimonial como regra padrão, ao determinar que a liquidação das quotas seja baseada na "situação patrimonial da sociedade no momento da dissolução", com a clara pretensão de garantir segurança jurídica e previsibilidade no cálculo do valor das quotas.

Diferentemente de ordenamentos jurídicos como o brasileiro, que reconhecem explicitamente o espaço da autonomia privada para os sócios definirem o critério de apuração no contrato social (como no art. 606 do CPC/2015 e no art. 1.031 do CC/2002), o artigo 2289 do *Codice Civile* não menciona a possibilidade de os sócios acordarem métodos específicos. Isso, porém, não significa que a autonomia para estabelecer critérios de apuração de haveres esteja excluída. No contexto geral do direito italiano, a autonomia privada é um princípio basilar, especialmente em sociedades, como as disciplinadas pelo artigo 2289. Assim, pode-se argumentar que, na ausência de vedação expressa, os sócios poderiam, em tese, estipular critérios alternativos de apuração no contrato social, desde que não violem disposições cogentes ou prejudiquem terceiros.

O artigo 2473 do *Codice Civile* italiano disciplina o direito de recesso dos sócios. O dispositivo estabelece as hipóteses em que um sócio pode se retirar da sociedade e os critérios para a liquidação de sua participação societária, determinando que o reembolso deverá ser proporcional ao patrimônio social e calculado com base no valor de mercado no momento da manifestação de recesso. Veja-se o teor do referido dispositivo legal:

**Articolo 2473 - Recesso del socio:**

L'atto costitutivo determina quando il socio può recedere dalla società e le relative modalità. In ogni caso il diritto di recesso compete ai soci che non hanno consentito al cambiamento dell'oggetto o del tipo di società, alla sua fusione o scissione, alla revoca dello stato di liquidazione ... alla eliminazione di una o più cause di recesso previste dall'atto costitutivo e al compimento di operazioni che comportano una sostanziale modificazione dell'oggetto della società determinato nell'atto costitutivo o una rilevante modificazione dei diritti attribuiti ai soci a norma dell'articolo 2468, quarto comma. Restano salve le disposizioni in materia di recesso per le società soggette ad attività di direzione e coordinamento.

Nel caso di società contratta a tempo indeterminato il diritto di recesso compete al socio in ogni momento e può essere esercitato con un preavviso di almeno centottanta giorni; l'atto costitutivo può prevedere un periodo di preavviso di durata maggiore purché non superiore ad un anno.

I soci che recedono dalla società hanno diritto di ottenere il rimborso della propria partecipazione in proporzione del patrimonio sociale. Esso a tal fine è determinato tenendo conto del suo valore di mercato al momento della dichiarazione di recesso; in caso di disaccordo la determinazione è compiuta tramite relazione giurata di un esperto nominato dal tribunale, che provvede anche sulle spese, su istanza della parte più diligente; si applica in tal caso il primo comma dell'articolo 1349.

Il rimborso delle partecipazioni per cui è stato esercitato il diritto di recesso deve essere eseguito entro centottanta giorni dalla comunicazione del medesimo fatta alla società. Esso può avvenire anche mediante acquisto da parte degli altri soci proporzionalmente alle loro partecipazioni oppure da parte di un terzo concordemente individuato da soci medesimi. Qualora ciò non avvenga, il rimborso è effettuato utilizzando riserve disponibili o, in mancanza, corrispondentemente riducendo il capitale sociale; in quest'ultimo caso si applica l'articolo 2482 e, qualora sulla base di esso non risulti possibile il rimborso della partecipazione del socio receduto, la società viene posta in liquidazione.

Il recesso non può essere esercitato e, se già esercitato, è privo di efficacia, se la società revoca la delibera che lo legittima ovvero se è deliberato lo scioglimento della società.

No artigo 2473 do *Codice Civile Italiano*, o recesso é apresentado como um direito do sócio em situações específicas, como mudanças substanciais na estrutura ou finalidade da sociedade (mudança de objeto, fusão, revogação de liquidação, entre outros). Além disso, em sociedades contratadas por prazo indeterminado, o sócio pode se retirar a qualquer momento, mediante notificação com antecedência mínima de 180 dias (ou prazo maior, limitado a um ano, conforme o ato constitutivo).

O artigo determina que o valor da participação do sócio que se retira deve ser apurado considerando o patrimônio social, utilizando como referência o valor de mercado na data da declaração de recesso. Em caso de discordância, a lei prevê a nomeação de um perito pelo tribunal para realizar uma avaliação técnica e imparcial.

Observa-se que, embora a legislação italiana adote predominantemente o critério patrimonial para a apuração de haveres, ela também parece admitir a consideração de critérios econômicos de forma indireta, especialmente em contextos em que há necessidade de refletir o valor real de mercado dos bens e direitos do sócio retirante ou de seus herdeiros. Essa interpretação é sustentada pelo artigo 2473 do *Codice Civile*, que estabelece que o reembolso da participação societária deve ser determinado levando em conta o valor de mercado no momento da declaração de recesso ("*determinato tenendo conto del suo valore di mercato al momento della dichiarazione di recesso*"). Essa menção ao valor de mercado abre espaço, em nosso entender, para a aplicação de métodos econômicos de avaliação. Todavia, ainda que o critério econômico seja aparentemente admitido, a ausência de diretrizes específicas sobre os métodos de avaliação pode gerar disputas judiciais prolongadas, especialmente em sociedades com ativos intangíveis de difícil mensuração.

O dispositivo da lei italiana em comento também prevê diferentes modalidades para a realização do reembolso do valor das cotas, do seguinte modo: i. Aquisição da participação por outros sócios, proporcionalmente às suas cotas; ii. Aquisição por um terceiro indicado de forma consensual pelos sócios; iii. Uso de reservas disponíveis ou, na ausência destas, redução do capital social. Essa flexibilidade visa garantir que o reembolso seja realizado sem comprometer

a liquidez da sociedade, ao mesmo tempo em que busca proteger o sócio retirante, estabelecendo prazos claros para o pagamento (180 dias).

O artigo 2473 do *Codice Civile* oferece um modelo interessante para a nossa análise no campo da apuração de haveres, notadamente ao tratar do recesso em sociedades limitadas e dos critérios para valoração das participações societárias. No Brasil, a apuração de haveres é regulada principalmente pelos arts. 1.031 do CC/2002 e 606 do CPC/2015, além de cláusulas previstas no contrato social. Vejamos, então, semelhanças e diferenças no tratamento da matéria nesses dois sistemas jurídicos.

Ambos os ordenamentos reconhecem o direito do sócio de se retirar da sociedade em determinadas circunstâncias. No Brasil, o art. 1.029 do CC/2002 garante o direito de recesso em casos de alteração contratual relevante ou por insatisfação com as condições negociais. De forma semelhante, o artigo 2473 do Código Civil Italiano lista mudanças substanciais na sociedade, como fusões ou modificações no objeto social, como causas legítimas de recesso. Em ambos os sistemas legais, o recesso busca equilibrar os interesses individuais do sócio com a estabilidade da sociedade, sendo um mecanismo de proteção para o sócio discordante.

Acerca dos critérios de apuração de haveres aplicáveis, tem-se que ambos os sistemas jurídicos, brasileiro e italiano, incorporam expressamente em suas leis elementos patrimoniais e conferem abertura interpretativa para se utilizar critérios econômicos para valoração de participações societárias. No Brasil, como já analisamos, o art. 606 do CPC/2015 estabelece que, na ausência de previsão contratual, o balanço de determinação será o critério padrão, um método patrimonial. Entretanto, a mesma norma menciona a necessária "avaliação de ativos tangíveis e intangíveis a preço de saída". Esta expressão, amplamente interpretada como uma referência ao valor de mercado dos ativos, sugere, como sustentamos em tópico próprio nesta tese, uma abertura interpretativa para o uso de critérios econômicos, como o fluxo de caixa descontado (FCD), em casos específicos.

De maneira análoga, entendemos que o artigo 2473 do *Codice Civile* italiano também confere margem para a aplicação de critérios econômicos, ao determinar que o reembolso da participação societária deve ser realizado com base no valor de mercado no momento da declaração de recesso.

Ambas as legislações, brasileira e italiana, ainda que partam de critérios patrimoniais, convergem na abertura interpretativa para a aplicação de métodos econômicos, especialmente em situações em que o valor patrimonial não reflete adequadamente o valor de mercado dos ativos envolvidos. Essa semelhança demonstra uma preocupação comum em ambos os ordenamentos em assegurar que a avaliação das participações societárias, em casos de

dissolução parcial, seja capaz de capturar a especificidade dos ativos e a equidade na divisão dos haveres.

A respeito das diferenças, vale apontar que no Brasil a lei dispõe expressamente sobre o uso de um balanço especial de determinação para apuração de haveres (art. 606 do CPC/2015), enquanto na Itália a legislação se refere ao estado patrimonial ou ao valor de mercado, sem exigir um documento contábil específico (art. 2473, *Codice Civile*). Nota-se também que a legislação brasileira regulamenta de forma mais explícita e ampla do que a italiana o papel da autonomia privada na escolha do método de apuração de haveres. Por outro lado, na Itália a lei civil inclui de maneira expressa as operações em curso no cálculo dos haveres, indicando que lucros e perdas relacionadas a essas operações devem ser considerados; mas no Brasil não há referência tão específica na legislação sobre o impacto de operações em andamento no momento da dissolução parcial.

Para exemplificar controvérsias e aplicação da lei, em casos sobre apuração de haveres submetidos à judicialização na Itália, demonstraremos situações concretas.

O julgado publicado em 08/10/2018, nº 24769<sup>429</sup>, da *Corte Suprema di Cassazione*, envolveu a exclusão de um sócio de uma sociedade em nome coletivo (*società in nome collettivo*). O sócio excluído contestou o valor atribuído à sua quota durante o processo de liquidação, questionando o método de avaliação utilizado.

A principal questão era determinar se a liquidação da quota deveria basear-se exclusivamente no critério patrimonial ou num critério misto, que incorpora também elementos como o aviamento (*goodwill*) e a previsão de rentabilidade futura da empresa.

Ao analisar o recurso, a *Corte di Cassazione* destacou que, na ausência de uma cláusula contratual específica que estabeleça o método de apuração de haveres, é legítimo que as instâncias judiciais inferiores adotem um critério de avaliação mais equitativo para as partes, levando em conta a particularidade do caso concreto.

A *Corte di Cassazione* confirmou que, no caso em questão, para a avaliação da quota social, conforme o artigo 2289 do Código Civil Italiano, é necessário considerar não apenas a situação patrimonial estática da sociedade, mas também o valor do aviamento e a futura rentabilidade da empresa. A Corte enfatizou a importância de elaborar um balanço extraordinário específico para essa finalidade, nos seguintes termos:

A jurisprudência desta Corte é consistente ao afirmar que, para fins de avaliação da cota social nos termos do art. 2289 cc, é no entanto necessário ter também em conta o valor

---

<sup>429</sup> Disponível em: <https://sentenze.laleggepertutti.it/sentenza/cassazione-civile-n-24769-del-08-10-2018> Acesso em: 10 jan. 2025.

atribuído pelo goodwill; bem como, e de forma mais geral, das previsões efectuadas - naturalmente, segundo uma estimativa de razoável prudência - da rentabilidade futura dos negócios da empresa: a ponto de sentirmos a forte necessidade de, no caso de tal eventualidade, um “balanço” seja preparado “extraordinariamente” ad hoc. **(tradução nossa)**.

A decisão baseou-se no artigo 2289 do Código Civil Italiano, que regula a liquidação da quota em caso de dissolução do vínculo social em relação a um sócio. A Corte interpretou que a "situação patrimonial" mencionada no artigo deve ser entendida de forma ampla, incluindo elementos intangíveis, como o aviamento e a capacidade de geração de lucros futuros.

Este julgamento destaca a abordagem abrangente adotada pela jurisprudência italiana na avaliação de quotas societárias, reconhecendo a relevância de fatores econômicos para determinados casos, além dos dados patrimoniais tradicionais.

Em outro julgado da *Corte Suprema di Cassazione*, nº 8222<sup>430</sup>, publicado em 27/04/2020, a questão principal girava em torno da liquidação da quota de um sócio retirante de uma sociedade comercial estabelecida entre cônjuges, na constância de um regime de comunhão de bens. A referida Corte, ao revisar a decisão de instância inferior, reafirmou que a sócia retirante pleiteou o reconhecimento de copropriedade sobre bens sociais, inicialmente como extensão do regime matrimonial. Contudo, a Corte destacou que mesmo as sociedades pessoais (*società di persone*) possuem personalidade jurídica própria, de modo que os bens conferidos à sociedade pertencem a ela e não aos sócios individualmente.

Isso significa que, ao se retirar, o sócio não poderia reivindicar a copropriedade dos bens sociais, mas apenas o direito à liquidação de sua participação societária. A Corte asseverou que a liquidação deve seguir os princípios do artigo 2289 do *Codice Civile*, baseando-se no valor patrimonial da quota à data do evento que dissolveu o vínculo social, considerando lucros, perdas e operações em curso, nos seguintes termos:

Em qualquer caso, o recesso do sócio dá direito à liquidação da quota, cujo valor deverá ser determinado nos termos do art. 2.289 do Código Civil, levando em consideração o valor patrimonial no momento da dissolução da relação societária: portanto, é necessário agora lembrar os princípios segundo os quais nesta liquidação a real consistência da situação patrimonial no momento da saída do sócio deverá ser levada em consideração [...], levando em consideração os lucros e perdas inerentes às “operações em andamento” na data da saída, tais como ativos e passivos que encontram a sua origem em situações já existentes nessa data. (tradução nossa)

A decisão destaca que o cálculo do valor da quota deve ser feito com base no patrimônio líquido, no momento do evento que dissolveu o vínculo social. Desse modo, sublinha que o valor das cotas deve ser apurado com base na efetiva situação patrimonial no momento do

<sup>430</sup> Disponível em: <https://sentenze.laleggepertutti.it/sentenza/cassazione-civile-n-8222-del-27-04-2020> Acesso em: 10 jan. 2025

recesso, e destaca que devem ser considerados os lucros e perdas inerentes às operações em andamento na data da saída, tais como ativos e passivos que encontram a sua origem em situações já existentes nessa data.

O trecho da decisão acima destacado reflete uma aplicação explícita de critérios patrimoniais, já que enfatiza a necessidade de considerar a situação patrimonial efetiva no momento da saída do sócio. No entanto, a referência a “eventos futuros derivados de situações preexistentes” abre margem para questionar até que ponto essa abordagem pode acomodar elementos econômicos. Embora a decisão não seja explícita, o reconhecimento de que lucros e perdas futuras vinculadas a operações preexistentes devem ser considerados pode, em determinados casos, incluir a aplicação de critérios econômicos na apuração de haveres. No entanto, a decisão judicial não é explícita sobre essa possibilidade, deixando para o perito a tarefa de determinar a aplicação prática dessa margem interpretativa.

Esse, aliás, é um ponto já criticado por nossa tese em relação à aplicação generalizada do balanço de determinação por decisões judiciais no Brasil. O uso genérico deste método de apuração de haveres, sem uma análise cuidadosa da natureza dos ativos — especialmente os intangíveis —, pode levar a avaliações distorcidas do valor real das cotas sociais. A margem interpretativa que o artigo 606 do CPC permite para considerar “ativos tangíveis e intangíveis a preço de saída” pode ser explorada mais profundamente pelo magistrado ao definir a metodologia de cálculo.

Essa insuficiência de parâmetros concretos transfere, por vezes, excessiva responsabilidade ao perito, que pode aplicar critérios econômicos ou patrimoniais sem diretrizes específicas, gerando insegurança jurídica e custos de transação para as partes envolvidas. Por isso é que a nossa tese propõe parâmetros para que o Judiciário brasileiro considere as especificidades dos ativos de cada caso, apontando para a perícia métodos de avaliação complementares como, por exemplo, o fluxo de caixa descontado para ativos singularizados.

No entanto, a adoção dessa postura decisória depende diretamente da qualidade das informações trazidas aos autos pelas partes do processo. Os magistrados só têm condições de estabelecer parâmetros detalhados sobre os métodos de avaliação a serem adotados, caso os elementos probatórios demonstrem a especificidade dos ativos que exigem abordagens distintas, seja pela presença de ativos intangíveis relevantes, seja pela complexidade dos bens a serem valorados.

Feitas essas considerações sobre a apuração de haveres nos ordenamentos jurídicos português e italiano, finalizamos o presente tópico reafirmando que a presente tese não se

propôs a realizar um exame exaustivo do tratamento da matéria nesses dois países. A escolha pela abordagem adotada reflete tão somente a intenção de trazer subsídios pontuais e relevantes que contribuam para o enriquecimento do debate sobre o tema no Brasil, identificando semelhanças, diferenças e possíveis inspirações.

Nesse sentido, a análise da perspectiva da apuração de haveres no direito estrangeiro não foi conduzida de forma sistemática ou com uma metodologia específica para o estudo do direito comparado, o que deixamos como sugestão para futuras investigações acadêmicas.

A exposição de casos concretos teve o propósito de ilustrar como os ordenamentos de outros países aplicam seus respectivos critérios de apuração de haveres, demonstrando que, assim como no Brasil, há desafios na definição de métodos adequados de avaliação das participações societárias. Assim, a análise permitiu não apenas a contextualização de modelos normativos distintos, mas também evidenciou que a interpretação e a aplicação das regras sobre a liquidação de cotas continuam sendo objeto de debates e aprimoramento nos sistemas jurídicos examinados.

## 7 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Viu-se nesta tese a complexa interação existente entre autonomia privada e dirigismo contratual no contexto da apuração de haveres. A jurisprudência é vacilante quanto ao tema da aplicação dos critérios patrimoniais e econômicos. E, na doutrina, não é muito diferente, pois repele-se o cálculo dos haveres por critérios econômicos, mesmo sem compreendê-los muito bem e, concomitantemente, repete-se com frequência que o critério legal é o patrimonial, mas quase não se percebem estudos que investigam a adequação desse critério patrimonial para as várias possibilidades de ativos, tangíveis e intangíveis, que podem estar envolvidos na avaliação da participação societária.

A autonomia privada confere aos sócios a liberdade de determinar, objetivamente, os critérios e os métodos para a apuração de haveres, possibilitando o uso de ferramentas mais sofisticadas, como o fluxo de caixa descontado ou outros métodos que melhor se adequam ao perfil econômico da sociedade. Esse espaço de liberdade contratual é fundamental para a estabilidade das relações societárias e para a segurança dos investimentos, pois permite que os sócios planejem e ajustem suas expectativas de forma racional e previsível. Os arranjos contratuais pactuados pelos sócios irão delimitar a margem interpretativa da intervenção judicial. Em regra, deve prevalecer a força obrigatória dos contratos. Ocorre que, sendo incomum a previsão contratual detalhada sobre as formas de apurar os haveres, em caso de lide, caberá ao Poder Judiciário o desafio interpretativo do caso para determinar a forma de calcular o valor das cotas sociais.

A tese propõe que o teor do art. 606 do CPC/2015, se aplicado sem maiores cuidados, pode direcionar a um procedimento de apuração de haveres em princípio genérico, mas que pode não ser capaz de averiguar as singularidades dos ativos presentes na avaliação. A expressão legal “valor patrimonial” isoladamente não significa critério ou método específico de apuração de haveres. A sua compreensão deve considerar o teor do referido artigo em sua integralidade, o qual na sequência determina que a avaliação de ativos e passivos seja realizada “a preço de saída”. Este, por sua vez, pode ser obtido por abordagens ou métodos diferentes de avaliação. A definição dos métodos adequados para se obter o preço de saída dependerá, portanto, das especificidades dos ativos existentes na sociedade.

A tese demonstrou, em análise comparativa sobre os métodos patrimoniais e econômicos que, apesar de cada um ter as suas vantagens e limitações, não há um método universal a ser aplicado em todas as situações. Por isso, é fundamental avaliar, na situação

concreta, a viabilidade de se aplicar métodos de apuração complementares, conforme a natureza específica dos ativos.

A tese propõe que podem ser aplicados métodos de cálculo diversos, para os ativos específicos que demandam avaliação especial. E para o restante dos ativos, a apuração se procede pelo balanço de determinação, se não houver previsão contratual diversa.

A aplicação do método balanço de determinação, nos termos previstos pelo CC/2002 e pelo CPC/2015, é extensamente difundida no âmbito judicial como método preferencial para apuração de haveres, se os sócios não tiverem definido outro contratualmente, ou se não houver consenso entre eles sobre o valor calculado por método diverso. Ocorre que esse método legal para aferir o valor patrimonial das cotas não tem correspondência direta na literatura contábil e de avaliação de empresas, daí não ser simples a sua adequada compreensão. Além disso, certos ativos só têm seu valor aferível sob a perspectiva econômica, do potencial de geração de lucros futuros.

A tese demonstra que o balanço de determinação apresenta limitações, especialmente quando se trata de avaliação de ativos intangíveis não identificáveis na contabilidade tradicional, como o *goodwill*, ou mesmo quando identificáveis, não têm seus valores reais capturados se não forem considerados na apuração os seus potenciais de geração de benefícios futuros.

Diante disso, é preciso considerar que a utilização do balanço de determinação deve ser flexível o suficiente para permitir a apreciação de certos ativos intangíveis por métodos que capturem o valor econômico potencial, caso do fluxo de caixa descontado, parametrizado adequadamente à especificidade do ativo a ser avaliado. Nesse sentido, caso se considerar o potencial de rentabilidade futura dos ativos intangíveis, o método do fluxo de caixa descontado, para esse cálculo, será necessário considerar também o impacto da saída do sócio retirante no potencial econômico desses ativos.

Desse modo, a tese propõe a possibilidade concreta de aplicação conjugada de ambos os métodos de cálculo, balanço de determinação e fluxo de caixa descontado, o que deve ser analisado caso a caso. Frise-se, não se está afirmando que a sociedade como um todo seja avaliada por um critério econômico. O que se defende é a viabilidade da apuração dos valores dos ativos por métodos apropriados para cada um deles, de maneira que se torna estéril a discussão sobre o enriquecimento sem causa do sócio retirante, se utilizado o fluxo de caixa descontado para apurar o valor de algum ativo específico.

É a própria complexidade do patrimônio da sociedade, objeto da avaliação, que impõe essa necessidade de apuração de haveres multimétodos. Esse é o direcionamento que a tese

entende ser essencial constar da sentença que determina os parâmetros a serem seguidos pela perícia que irá apurar o valor das cotas sociais.

A tese indica, adicionalmente, a interpretação pelas lentes da análise econômica como uma perspectiva complementar, instrumental, à ótica legal. Isto porque, em matéria de apuração de haveres, a interpretação deve ser abrangente, jurídica e econômica, multifacetada, integrando princípios econômicos (eficiência) e jurídicos (justiça). Considera-se, para isso, que os contratos são instrumentos de alocação de riscos da atividade econômica e que, particularmente no âmbito societário, podem funcionar como mecanismos de governança da apuração de haveres.

A contribuição da análise econômica do direito na interpretação do art. 606 do CPC/2015 também aponta para a importância de se tratar os ativos intangíveis por critérios de avaliação que busquem garantir que a apuração dos haveres espelhe o potencial econômico desses ativos. O sentido e o alcance de expressões legais como “ativos intangíveis a preço de saída” e “valor justo” só podem ser alcançados ao se considerar uma abertura interpretativa do art. 606 do CPC/2015 a critérios econômicos e contábeis de apuração de haveres, sem o que, em muitos casos, não se cumprirá efetivamente o comando legal.

Sob a perspectiva da análise econômica do direito, outrossim, interpreta-se o art. 606 do CPC/2015 como um incentivo para as partes definirem, no contrato social ou acordo de sócios, métodos claros de apuração de haveres que atendam às especificidades de suas relações societárias. O critério supletivo do balanço de determinação serve como uma alternativa que, embora adequada para a maioria dos casos, pode não capturar toda a complexidade ou as particularidades de certas sociedades. Assim, pela perspectiva da análise econômica do direito, é possível entender que o referido dispositivo legal incentiva os sócios a criarem cláusulas contratuais que venham a definir métodos de apuração personalizados e condizentes com sua estrutura de governança, minimizando a necessidade de intervenção judicial e reforçando a autonomia privada.

A tese propõe, nesse sentido, a aplicação de mecanismos de governança, como delineados por Oliver Williamson em sua teoria dos custos de transação. O objetivo é favorecer a realização da apuração de haveres com maior previsibilidade e segurança, com aptidão para proteger os direitos patrimoniais das partes envolvidas, capaz de considerar a especificidade dos ativos e mitigar comportamentos oportunistas, abrandando assim custos de transação em torno do procedimento.

Williamson, ao desenvolver sua teoria, destacou que, para minimizar custos de transação nas relações econômicas, elas precisam ser tratadas sob diferentes estruturas de

governança, as quais podem ser moldadas para reduzir os custos inerentes às relações contratuais e lidar com comportamentos oportunistas, especialmente em situações de elevada especificidade de ativos.

Embora o foco da teoria estivesse nas transações interfirmas e nos contratos convencionais, sua abordagem sobre a criação de estruturas eficientes de governança pode ser adaptada ao contexto das relações societárias internas. Esse é um dos pilares de equilíbrio na apuração de haveres indicados pela tese: empregar mecanismos de governança estruturados para responder aos desafios da apuração de haveres nas hipóteses de dissolução societária.

Em linha com a teoria de Williamson, a tese explora o fato de que o contrato social e o acordo de sócios devem funcionar como estruturas híbridas de governança, combinando elementos de controle e incentivos para coordenar e alinhar os interesses dos sócios. Cláusulas contratuais que especificam métodos de apuração de haveres, mecanismos de solução de conflitos, ou até ajustes futuros em caso de divergências de desempenho, são exemplos práticos de como a teoria dos custos de transação pode ser aplicada para minimizar conflitos e promover estabilidade nas relações societárias internas.

Na apuração de haveres, o método de cálculo pode diferir de acordo com a causa da dissolução societária (seção 5.6) e a especificidade dos ativos (seção 4.6). É exatamente por meio dos mecanismos de governança que será estabelecida a adequação de métodos de apuração a essas variáveis presentes em cada caso concreto. A análise da causa da dissolução parcial é essencial para determinar o método mais adequado a ser eleito. A morte de um sócio, por exemplo, exige um tratamento diferenciado em relação ao exercício do direito de retirada imotivada, dada a especificidade dos ativos e o impacto potencial na continuidade da empresa.

Como critérios interpretativos inafastáveis em apuração de haveres são indicados a especificidade dos ativos da sociedade e a causa da dissolução parcial. Somente considerando ambos os critérios é que se poderá definir qual ou quais métodos de cálculo devem ser utilizados na busca do valor justo das cotas sociais.

O contrato social e o acordo de sócios, frise-se, operando como mecanismos de governança híbridos, não servem apenas para coordenar os interesses dos sócios, mas também para delimitar a margem interpretativa da intervenção judicial. Esse raciocínio está alinhado com o que rege o art. 606 do CPC/2015, que determina prevalecer o critério contratual sobre o critério legal para a apuração de haveres.

Quando bem estruturados, esses instrumentos societários estabelecem diretrizes claras para a apuração de haveres e para a resolução de eventuais divergências, ao mesmo tempo que reforçam o exercício da autonomia privada, aumentando a previsibilidade do resultado do

cálculo dos haveres. Esse modelo privilegia o respeito às vontades das partes e reduz o risco de decisões que desconsiderem a especificidade dos ativos ou as particularidades da sociedade, promovendo, assim, o desejado equilíbrio entre autonomia privada e o dirigismo contratual.

A tese adverte ainda que a interpretação dos instrumentos societários analisados deve considerar as suas peculiaridades, como a lógica de cooperação e os objetivos comuns dos sócios. Os contratos plurilaterais não se limitam à troca de bens e de serviços, mas são instrumentos que apoiam uma cadeia de atos jurídicos com o objetivo de alcançar uma finalidade econômica comum dos sócios. Assim, a interpretação desses contratos exige uma abordagem que considere tanto o aspecto patrimonial quanto o papel das relações entre os sócios em longo prazo.

Inicia-se a pesquisa analisando a intervenção judicial em matéria de apuração de haveres. Viu-se, nesse contexto, que as controvérsias não são por acaso. De fato, definir os métodos de cálculo mais apropriados dada a particularidade de um caso é tarefa que vai além dos horizontes jurídicos que normalmente desafiam os operadores do direito. Buscou-se, por isso, lançar luzes nesse árduo encargo de se compreender minimamente a engenharia de cálculo dos critérios patrimoniais e econômicos. Nesse intuito, ingressou-se no estudo de normas contábeis, sem as quais não há como sequer compreender o conceito de ativos intangíveis. Avançou-se na investigação, e percebeu-se que também a teoria econômica tem muito a contribuir com o direito. Na teoria dos custos de transação de Oliver Williamson foi encontrado um suporte teórico, os mecanismos de governança, para aumentar o grau de planejamento e a previsibilidade na apuração de haveres. Nesse tocante, a tese sugere a possibilidade desses arranjos se relacionarem com os critérios da especificidade dos ativos e das causas de dissolução parcial societária, observados caso a caso. Desse modo, define-se *ex ante* a metodologia que os sócios entendem apropriada para calcular o valor justo das cotas. Se não houver previsão contratual a respeito, esses critérios da especificidade dos ativos e da causa da dissolução parcial devem ser considerados pela interpretação judicial no momento de determinar os métodos de cálculo aplicáveis à situação concreta. E, por último, o estudo avalia que a análise econômica do direito tem potencial para contribuir positivamente em dissoluções societárias, por ampliar com a visão econômica da eficiência e da mitigação de custos de transação o espectro de interpretação na apuração de haveres.

Ao final, a pesquisa pretendeu construir uma contribuição original ao aplicar a teoria dos custos de transação nas relações societárias, com a finalidade de mitigar custos de transação e promover equilíbrio na apuração de haveres, ao mesmo tempo que serve de parâmetro interpretativo para a intervenção judicial. Nada obstante, acredita-se também na contribuição

trazida com a análise das capacidades de avaliação do balanço de determinação e do fluxo de caixa descontado, pormenorizando e explicitando que o critério patrimonial previsto em lei, por si só, não é hábil à avaliação a preço de saída de toda a sorte de ativos que podem integrar a avaliação. Sugere-se, de forma complementar, e conclui-se positivamente, pela aplicação da análise econômica do direito como ferramenta interpretativa da lei e do contrato para uma interpretação abrangente de conceitos que extrapolam o território puramente legal.

Foi até aqui que a pesquisa caminhou. Esse foi o recorte: analisar mecanismos de governança e critérios jurídicos e econômicos para se calcular o valor justo das cotas sociais e o equilíbrio entre autonomia privada e dirigismo contratual na apuração de haveres.

Os campos de investigação dessa intrincada área da apuração de haveres seguem abertos, com tantas outras possibilidades de contribuição. Por exemplo, a avaliação de ativos digitais – como algoritmos, inteligência artificial e dados – não tem um padrão de atribuição de valor amplamente aceito, o que traz mais complexidade à apuração de haveres. Ativos como esses encontram-se profundamente imbricados na economia digital, campo em que seus valores mais do que transcendem o tangível para alcançar dimensões estratégicas e competitivas inéditas.

Nesse cenário dinâmico e complexo, as pesquisas em apuração de haveres assumem conotações singulares, desafiando o espírito aguçado de pesquisadores que buscam desenvolver métodos precisos e ao mesmo tempo adaptáveis para mensurar o valor desses ativos intangíveis. Trata-se de uma tarefa que envolve rigor técnico e inovação constante, pois consiste em capturar o potencial econômico de benefícios futuros de tecnologias disruptivas em rápida evolução e de alta especificidade.

## REFERÊNCIAS

ALBERNAZ, André S. **Valuation sem mistério**: aprenda sobre avaliação de empresas e vá do zero ao avançado. Rio de Janeiro: Alta Books, 2023 (*ebook*).

ALMEIDA, Victor Duarte. **O contrato e a Constituição**: autonomia privada e direitos fundamentais. Belo Horizonte: D'Plácido, 2019.

ANDENA, Emerson A.; MAGALHÃES, Rodrigo de A. Contrato social: análise de critérios jurídicos e econômicos para a elaboração de cláusulas específicas. **Revista Brasileira de Direito Comercial, Empresarial, Concorrencial e do Consumidor**. v. 52, abr.-maio 2023. São Paulo: Magister, 2023.

ANDENA, Emerson Alves. Autonomia privada e dirigismo contratual em contratos de sociedade: considerações para aplicação de critério de apuração de haveres. *In*: ANDENA, Emerson A. **Direito privado**: temas atuais e controvérsias. São Paulo: Dialética, 2022.

ASCARELLI, Tullio. **Ensaio e pareceres**. São Paulo: Saraiva, 1952.

ASCARELLI, Tullio. **Problemas das Sociedades Anônimas e direito comparado**. Campinas-SP: Bookseller, 2001.

ASSAF NETO, Alexandre A. **Valuation** – métricas de valor e avaliação de empresas. Rio de Janeiro: GEN, 2021 (*ebook*).

AZEVEDO, Paulo Furquim de. **Sobre o que trata esta coluna**. Direito e Economia: sob as lentes de Coase. Disponível em: <https://veja.abril.com.br/coluna/direito-e-economia/sobre-o-que-trata-esta-coluna> Acesso em: 20 out. 2024.

BRASIL. **Superior Tribunal de Justiça**. EDcl no Recurso Especial n. 968.317-RS (2007/0165626-0) Disponível em: [https://processo.stj.jus.br/SCON/GetInteiroTeorDoAcordao?num\\_registro=200701656260&dt\\_publicacao=30/06/2009](https://processo.stj.jus.br/SCON/GetInteiroTeorDoAcordao?num_registro=200701656260&dt_publicacao=30/06/2009). Acesso em: 25 set. 2024.

BRASIL. **Superior Tribunal de Justiça**. Recurso Especial n. 1.360.221-SP (2012/0269778-5). Disponível em: <https://www.stj.jus.br/websecstj/cgi/revista/REJ.exe/ITA?seq=1307862&tipo=0&nreg=201202697785&SeqCgrmaSessao=&CodOrgaoJgdr=&dt=20140603&formato=PDF&salvar=false>. Acesso em: 03 out. 2024.

BRASIL. **Superior Tribunal de Justiça**. Recurso Especial REsp n. 1.877.331/SP, Rel. Min. Nancy Andrighi; Rel. p/ acórdão Min. Ricardo Villas Bôas Cueva, Terceira Turma, j. 13-4-2021, DJe 14-5-2021. Disponível em: [https://scon.stj.jus.br/SCON/GetInteiroTeorDoAcordao?num\\_registro=201902262895&dt\\_publicacao=14/05/2021](https://scon.stj.jus.br/SCON/GetInteiroTeorDoAcordao?num_registro=201902262895&dt_publicacao=14/05/2021) Acesso em: 01 out. 2024.

BRASIL. **Superior Tribunal de Justiça**. Recurso Especial n. 1.335.619-SP (2011/0266256-3). Disponível em:  
[https://scon.stj.jus.br/SCON/GetInteiroTeorDoAcordao?num\\_registro=201102662563](https://scon.stj.jus.br/SCON/GetInteiroTeorDoAcordao?num_registro=201102662563).  
 Acesso em: 25 set. 2024.

BRASIL. **Superior Tribunal de Justiça**. Recurso Espeical n. 1.877.331-SP (2019/0226289-5). Disponível em:  
[https://scon.stj.jus.br/SCON/GetInteiroTeorDoAcordao?num\\_registro=201902262895&dt\\_publicacao=14/05/2021](https://scon.stj.jus.br/SCON/GetInteiroTeorDoAcordao?num_registro=201902262895&dt_publicacao=14/05/2021). Acesso em: 25 set. 2024.

BRASIL. **Superior Tribunal de Justiça**. AgInt no AREsp 1861293/RS, Agravo Interno no Agravo em Recurso Especial-2021/0083720-3.

BRASIL. **Superior Tribunal de Justiça**. Informativo de Jurisprudência n. 785 do STJ. 05 set. 2023. REsp 1.904.252-RS, Rel. Min. Maria Isabel Gallotti, Quarta Turma, por unanimidade, j. 22-8-2023. Disponível em:  
<https://scon.stj.jus.br/jurisprudencia/externo/informativo/>. Acesso em: 25 set. 2024.

BRASIL. Governo Federal. Ministério do Empreendedorismo, da microempresa e da empresa de pequeno porte. **Manual de Registro de Sociedade Limitada**. Alterado pela Instrução Normativa DREI nº 55, de 2 de junho de 2021. Alterado pela Instrução Normativa DREI/ME nº 112, de 20 de janeiro de 2022. Alterado pela Instrução Normativa DREI /ME nº 88, de 23 de dezembro de 2022. Alterado pela Instrução Normativa DREI nº 01, de 24 de janeiro de 2024. Disponível em: [https://www.gov.br/empresas-e-negocios/pt-br/drei/legislacao/instrucoes-normativas/arquivos-instrucoes-normativas-em-vigor/anexo-iv-limitada\\_compilada.pdf](https://www.gov.br/empresas-e-negocios/pt-br/drei/legislacao/instrucoes-normativas/arquivos-instrucoes-normativas-em-vigor/anexo-iv-limitada_compilada.pdf). Acesso em: 14 out. 2024.

BRASIL. **Superior Tribunal de Justiça**. AgInt. no Recurso Especial 2101888-RN (2021/0276473-5). Rel. Min. Marco Aurélio Bellizze. 01 jul. 2024. Disponível em:  
<https://processo.stj.jus.br/SCON/pesquisar.jsp?livre=GOODWILL&b=DTXT&thesaurus=JURIDICO&p=true&tp=T>. Acesso em: 13 out. 2024.

BRASIL. **Superior Tribunal de Justiça**. Recurso Especial n. 1.335.619-SP (2011/0266256-3). Disponível em:  
[https://scon.stj.jus.br/SCON/GetInteiroTeorDoAcordao?num\\_registro=201102662563](https://scon.stj.jus.br/SCON/GetInteiroTeorDoAcordao?num_registro=201102662563).  
 Acesso em: 30 set. 2024.

BRASIL. **Supremo Tribunal Federal**. Recurso Extraordinário 89.464-SP. Disponível em:  
<https://jurisprudencia.stf.jus.br/pages/search/sjur119562/false>. Acesso em: 13 out. 2024.

BRASIL. **Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo**. Agravo de Instrumento n. 2012495-08.2024.8.26.0000; Rel. Azuma Nishi, 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial; Comarca SP, 2ª Vara Empresarial e Conflitos de Arbitragem do Foro Central Cível.

BRASIL. **Tribunal de Justiça do Estado de Minas Gerais**. Apelação Cível 1.0079.03.106570-3/001. Rel. Des. Rinaldo Kennedy Silva. 16ª Câmara Cível Especializada. Comarca: Contagem, j. 17-08-2022.

CAMINHA, Uinie; LIMA, Juliana Cardoso. Contrato incompleto: uma perspectiva entre direito e economia para contratos de longo termo. **Revista Direito GV**, São Paulo, 10(1), p. 162-163, jan.-jun. 2014.

CAMPINHO, Sérgio. **A sociedade limitada na perspectiva de sua dissolução**. 3. ed. Rio de Janeiro: Saraiva Jur, 2024 (*ebook*).

CAMPINHO, Sérgio. **Curso de direito comercial: direito de empresa**. 20. ed. Rio de Janeiro: GEN, 2024 (*ebook*).

CAMPINHO, Sérgio; PINTO, Mariana. IAB | II Temas contemporâneos de direito comercial. **Youtube**, 10 abr. 2024. 2h04min06s. Disponível em: [https://www.youtube.com/watch?v=JIZ\\_7bMe8r0](https://www.youtube.com/watch?v=JIZ_7bMe8r0). Acesso em: 12 out. 2024.

CARÍSSIMO, Cláudio R. **Análise da preferência dos peritos contadores quanto à escolha do método de avaliação de sociedades em perícias de apuração de haveres com base na análise hierárquica (AHP)**. 2014. 190 f. Dissertação (Mestrado em Contabilidade e Controladoria). Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG), Belo Horizonte, 2014.

CARÍSSIMO, Cláudio R. Considerações sobre o método do fluxo de caixa descontado na apuração de haveres: um ensaio teórico. **Revista Catarinense da Ciência Contábil**, Florianópolis, SC, v. 23, p. 1-15, e3433, 2024.

CAVALLI, Cassio M. **FGV – Empresa, direito e economia**. Rio de Janeiro: GEN, 2013 (*ebook*).

CFI. **What is a Shareholders' Agreement?** Disponível em: <https://corporatefinanceinstitute.com/>. Acesso em: 27 ago. 2024.

CHING, Hong Y.; MARQUES, Fernando; PRADO, Lucilene. **Contabilidade e finanças para não especialistas**. São Paulo: Prentice Hall, 2003.

COASE, Ronald H. **A firma, o mercado e o direito**. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022 (Coleção Paulo Bonavides) (*ebook*).

COELHO, Fábio Ulhoa. Apuração de haveres na ação de dissolução de sociedade. *In*: RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; CARAMÊS, Guilherme Bonato Campos. **Direito Empresarial e o CPC/2015**. Belo Horizonte: Fórum, 2018.

COELHO, Fábio Ulhoa. Art. 264. *In*: COELHO, Fábio Ulhoa (coord.); FRAZÃO, Ana; MENEZES, Mauricio Moreira; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; CAMPINHO, Sérgio. **Lei das Sociedades Anônimas Comentada**. Rio de Janeiro: Forense, 2021.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. **CPC 46 – Mensuração do Valor Justo**. Data Aprovação: 07/12/2012. Data Divulgação: 20/12/2012. IASB: IFRS 13. Disponível em: <https://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=78>. Acesso em: 08 out. 2024.

CORREIA NETO, Jocildo F. C.; BRANDÃO José W. **Valuation empresarial – avaliação de empresas considerando o risco**. Rio de Janeiro: Alta Books, 2018.

COSTA, Eduardo José Monteiro da. Instituições, evolução institucional e historiografia econômica: a contribuição de Douglas North. **Conexões**, Belém, v. 8, n. 1, jan.-jun. 2020, p. 39-43.

CRAVEIRO, Mariana Conti. **Pactos parassociais patrimoniais**: elementos para sua interpretação no direito societário brasileiro. 2012. Tese (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo (USP), São Paulo, 2012.

DAMODARAN, Aswath. **Valuation**: como avaliar empresas e escolher melhores ações. São Paulo: LTC, 2012.

DAMODARAN, Aswath. **Damodaran on valuation**: security analysis for investment and corporate finance. 2. ed. EUA: Wiley Finance, 2006.

DINIZ, Maria Helena. **Manual de direito civil**. São Paulo: Saraiva, 2022 (*ebook*).

DONATIVI, Vincenzo. **Trattato di diritto commerciale**. Sezione VII, t. 12, Torino: Giappichelli, 2022.

DOU. **O que é patrimônio líquido de uma empresa?** 10 nov. 2022. Disponível em: <https://e-dou.com.br/o-que-e-patrimonio-liquido-de-uma-empresa/>. Acesso em: 26 jul. 2022.

ENDLER, Luciana. Avaliação de empresas pelo método de fluxo de caixa descontado e os desvios causados pela utilização de taxas de desconto inadequadas. **Revista ConTexto**, Porto Alegre, v. 4, n. 6, 1º sem. 2004.

ENGRÁCIA ANTUNES, José. Os acordos parassociais: algumas reflexões sobre o seu regime jurídico. **Direito das Sociedades em Revista**, ano 13, v. 25, p. 13-35, 2021.

FARIA, Roberta Elzy Simiqueli de. Autonomia da vontade e autonomia privada: uma distinção necessária. In: FIUZA, César *et al.* (coord.). **Direito civil**: da autonomia privada nas situações jurídicas patrimoniais e existenciais. Belo Horizonte: Del Rey, 2007.

FARIA JÚNIOR, Antônio de Pádua; ROMEIRO, Maria Eduarda Oliveira. **Limitações da restrição à saída imotivada de sócios nas sociedades limitadas**. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2024-set-04/restricao-a-saida-imotivada-de-socios-nas-sociedades-limitadas-quais-as-limitacoes/>. Acesso em: 20 out. 2024.

FARINA, Maria M. Q.; AZEVEDO, Paulo F.; SAES, Maria S. M. **Competitividade**: mercado, estado e organizações. São Paulo: Singular, 1997.

FAZZIO JUNIOR, Waldo. **Manual de direito comercial**. 15. ed. São Paulo: Atlas, 2014.

FIANI, Ronaldo. **Cooperação e conflito**: instituições e desenvolvimento econômico. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

FORGIONI, Paula A. **Contratos empresariais**: teoria geral e aplicação. 7. ed. São Paulo: RT, 2022.

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. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (org.). **Direito Societário Contemporâneo I**. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França; ADAMEK, Marcelo Vieira Von. **Direito processual societário**: comentários breves ao CPC/2015. 4. ed. São Paulo: JusPodivm, 2024.

FRANCO, Vera Helena de Mello. **Contratos direito civil e empresarial**. 3. ed. São Paulo: RT, 2012.

FRAZÃO, Ana. **Propriedade e empresa** – função social e abuso de poder econômico. São Paulo: Quartier Latin, 2006.

GOMES, Orlando. **Contratos**. 28. ed. Rio de Janeiro: GEN, 2022 (*ebook*).

GONÇALVES, Oldair Luiz; SOUZA, Simone de. A relação entre os custos de transação e o fluxo de caixa das organizações. **Anais do XXXII Encontro Nacional de Engenharia de Produção**. Bento Gonçalves, RS, Brasil, 15 a 18 out. 2012. Disponível em: [https://abepro.org.br/biblioteca/enegep2012\\_TN\\_STP\\_159\\_927\\_19906.pdf](https://abepro.org.br/biblioteca/enegep2012_TN_STP_159_927_19906.pdf). Acesso em: 12 jul. 2024.

HENDRIKSEN, Eldon S.; BREDÁ, Michael F V. **Teoria da contabilidade**. São Paulo: GEN, 1999.

IBGC. **Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa**/Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. 6. ed. São Paulo, SP: IBGC, 2023.

KANT, Immanuel. **Fundamentação da metafísica dos costumes**. Trad. Pedro Galvão. Lisboa: Edições 70, 2019.

KLEIN, Benjamin; CRAWFORD, Robert G.; ALCHIAN, Armen A. **Vertical integration, appropriable rents, and the competitive contracting process**, p. 326 (tradução livre) *apud* CAVALLI, Cassio M. **FGV – Empresa, direito e economia**. Rio de Janeiro: GEN, 2013 (*ebook*).

KUGLER, Herbert Morgenstern. **Acordo de sócios na sociedade limitada**: existência, validade e eficácia. Dissertação (Mestrado em Direito). Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (PUC-SP), São Paulo, 2012.

LANA, Henrique Avelino Rodrigues de Paula. **Análise econômica acerca da inclusão do aviamento na apuração de haveres do sócio em dissolução parcial nas sociedades limitadas**. 2012. Dissertação (Mestrado em Direito Privado) – Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais (PUC-MG), Belo Horizonte, 2012.

MACIEL, Renata Mota; PESSOA, Maurício. Exercício do direito de retirada imotivado e critérios para apuração de haveres: correlação necessária? In: CUNHA, Fernando Antonio Maia da; LAZZARESCI, Alfredo Sérgio (coord.). **Direito empresarial aplicado**. v. 2. São Paulo: Contracorrente, 2022.

MARTINS, Eliseu; ALMEIDA, Diana Lúcia de; MARTINS, Eric Aversari; COSTA, Patrícia de Souza. Goodwill: uma análise dos conceitos utilizados em trabalhos científicos. **Revista Contabilidade & Finanças**, USP, São Paulo, v. 21, n. 52., jan.-abr. 2010, p. 6-8.

MARTINS-COSTA, Judith. **A boa-fé no direito privado**: critérios para a sua aplicação. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2018.

MARTINS-COSTA, Judith. Os campos normativos da boa-fé objetiva: as três perspectivas do direito privado brasileiro. *In*: AZEVEDO, Antônio Junqueira de; TORRES, Heleno T.; CARBONE, Paolo (coord.). **Princípios do novo Código Civil brasileiro e outros temas**. Homenagem a Tullio Ascarelli. São Paulo: Quartier Latin, 2008, p. 388-389.

MARTINS-COSTA, Judith; NITSCHKE, Guilherme Carneiro M. **Direito privado na Lei da Liberdade Econômica**: comentários. (Coleção IDiP). São Paulo: Grupo Almedina, 2022.

MENDONÇA, Maria L. C. de Araújo e; OLIVEIRA JUNIOR, Vicente de Paulo A. Same purpose, different means: the cultural heritage environmental protection by the community, under the perspective of economic analysis of law. **Economic Analysis of Law Review**. EALR, v. 8, n. 1, p. 53-80, jan.-jun. 2017.

MENEZES CORDEIRO, António. **Manual de direito das sociedades**. v. I. Coimbra: Almedina, 2004.

MOREIRA, Pedro A. **Planejamento sucessório em sociedade limitada**: análise econômica das formas de transmissão das quotas sociais por morte de sócio. 2017. Dissertação (Mestrado em Direito Privado). Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2017.

NASCIMENTO, Viviam Ester. A nova economia institucional: sua abordagem e aplicabilidade na pesquisa empírica. **Revista Processando o Saber** n. 2, 2010.

NASI, Filipe M. **A função corretora da boa-fé objetiva nas relações interempresariais com dependência econômica**. Dissertação (Mestrado em Direito). UFRGS, Porto Alegre, 2019. Disponível em: <https://www.lume.ufrgs.br/bitstream/handle/10183/236112/001138596.pdf?sequence=1>  
Acesso em: 14 out. 2024.

NISHI, Eduardo Azuma. **Novos paradigmas de apuração de haveres na ordem jurídica**. 2020. 162 f. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial). Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (PUC-SP), São Paulo, 2020.

NISHI, Eduardo Azuma. O critério de apuração de haveres na dissolução parcial de sociedades e o princípio da preservação da empresa. *In*: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti (coord.). **Processo Societário**. v. IV. São Paulo: Quartier Latin, 2021.

NORONHA, Fernando. **Direito das obrigações**. 4. ed. Rio de Janeiro: Saraiva Uni, 2013.

OLIVEIRA, Gabriel N. ARBAGE, Alessandro P. COSTA, Nilson L. Categorias de análise da economia dos custos de transação na decisão de inovar. **Redes** – Santa Cruz do Sul: Universidade de Santa Cruz do Sul, v. 23, n. 2, maio-ago. 2018.

OLIVEIRA, Leônidas Meireles Mansur Muniz de; OLIVEIRA, André Anderson Gonçalves de. Autonomia Privada e Contratos: uma releitura da “crise da vontade” e da teoria da estandardização. In: **Autonomia privada: democracia, estado de direito e valores existenciais e patrimoniais**. Belo Horizonte: Expert, 2022.

OLIVEIRA, Maurício A. A função econômica do capital social nas sociedades limitadas. In: PINHEIRO, Armando Castelar; PORTO, Antônio José Maristrello; SAMPAIO, Patrícia Regina Pinheiro (coord.). **Tópicos em direito e economia**. Rio de Janeiro: FGV Direito Rio, 2021.

PARGENDLER, Mariana. Análise econômica e jurídica da ‘presunção de boa-fé’ no direito privado brasileiro. **Revista Jurídica Luso-Brasileira**, v. 7, n. 1, p. 841-858, 2021.

PEREIRA, Carlos A.; MALAQUIAS, Rodrigo F.; RIBEIRO, Kárem C. de Souza. Quando custos de produção e custos de transação são mutuamente exclusivos? **Pesquisa & Debate**, SP, v. 21, n. 2, (38), p. 191-192, 2010.

PEREZ, Marcelo M.; FAMÁ, Rubens. Métodos de avaliação de empresas e o balanço de determinação. **Revista Administração em Diálogo**, São Paulo, n. 6, 2004.

POHLMANN, Marcelo C.; AGUIAR, Andson Braga de; BERTOLUCCI, Aldo; MARTINS, Eliseu. Impacto da especificidade de ativos nos custos de transação, na estrutura de capital, e no valor da empresa. **Revista Contabilidade & Finanças – USP**, São Paulo, Edição Especial, 30 jun. 2004.

PONDÉ, João Luiz; FAGUNDES, Jorge; POSSAS, Mario. Custos de transação e políticas de defesa da concorrência. **Revista de Economia Contemporânea**, v. 1, n. 2, jul.-dez. 1997, p. 124.

PONDÉ, João Luiz. Racionalidade, incomensurabilidade e história: um diálogo entre as obras de Herbert Simon e Tomas Kuhn. **Nova Economia**, v. 27, n. 3, set.-dez. 2017.

PORTO, Antônio M.; GAROUPA, Nuno. **Curso de Análise Econômica do Direito**. 2. ed. Rio de Janeiro: Atlas, 2021 (*ebook*).

PORTUGAL. **Código das Sociedades Comerciais (CSC)**. Art. 19.º Decreto-Lei n.º 262/86 (em vigor). Diário da República n. 201/1986, Série I de 1986-09-02. Disponível em: <https://diariodarepublica.pt/dr/legislacao-consolidada/decreto-lei/1986-34443975-66966844>. Acesso em: 14 out. 2024.

PRADO, Roberta N. **Estratégias societárias e sucessórias no direito brasileiro**. v. V. Rio de Janeiro: Saraiva Jur, 2023 (*ebook*).

REQUIÃO, Rubens. A sociedade anônima como instituição. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 18, p. 27 *apud* SOUZA, Alessandro Orizzo Franco de. **O conceito de sociedade e a teoria do contrato plurilateral aplicados à comunhão de credores nos processos de recuperação judicial e falência**. 2010. Trabalho de Conclusão de Curso (LLM em Direito Societário). Insper. Disponível em: <https://repositorio.insper.edu.br/handle/11224/1256>. Acesso em: 14 out. 2024.

RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; CAMPOS, Diogo Caetano da Silva. Contratos empresariais pós CC/02: autonomia, características e regime jurídico. *In*: LUPION, Ricardo; ARAÚJO, Fernando (org.). **15 anos do Código Civil**: direito de empresa, contratos e sociedades. Porto Alegre, RS: Fi, 2018, p. 32 (*ebook*).

RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. Contratos empresariais. **Enciclopédia Jurídica da PUC-SP**. Celso Fernandes Campilongo, Alvaro de Azevedo Gonzaga e André Luiz Freire (coord.). t. Direito Comercial. Fábio Ulhoa Coelho, Marcus Elidius Michelli de Almeida (coord. de tomo). São Paulo: Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (PUC-SP), 2017.

ROCHA, Lara Bonemer; RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. Teoria do desenho de mecanismos: uma proposta de aplicação aos contratos incompletos. **Revista da Faculdade Mineira de Direito**, v. 20, n. 40.

RODRIGUEZ, Gregorio Mancebo; BRANDÃO, Mônica Mansur. **Visões da governança corporativa**: a realidade das sociedades por ações e a sustentabilidade. São Paulo: Saraiva, 2010.

ROPPO, Enzo. **O contrato**. Trad. Ana Coimbra e M. Januário C. Gomes. Coimbra: Almedina 2009.

ROSÁRIO, Larissa Quadros de; GONÇALVES, Oksandro Osdival. Análise Econômica do Direito e Contratos: evolução histórica e estado atual da arte. *In*: GARCIA, Denise S. S.; RODRIGUES, Horácio Wanderlei; THOMÉ, Romeu (coord.). **Direito, economia e desenvolvimento econômico sustentável II**. Florianópolis: CONPEDI, 2022.

ROSENVALD, Nelson; OLIVEIRA, Fabrício. **Governança nos grupos societários**: inovações. Indaiatuba: Foco, 2023 (*ebook*). Disponível em: <https://plataforma.bvirtual.com.br>. Acesso em: 19 out. 2024.

SÁ, Maria de Fátima Freire de; PONTES, Maíla Mello Campolina. Autonomia privada e o direito de morrer. *In*: FIUZA, César; SÁ, Maria de Fátima Freire de; NAVES, Bruno Torquato de Oliveira (coord.). **Direito civil**: atualidades III. Belo Horizonte: Del Rey, 2009.

SALAMA, Bruno M. **O que é direito e economia?** Uma introdução à epistemologia da disciplina para o estudante, profissional, e o pesquisador em direito. Artigos DIREITO GV (*Working Paper*) 3. nov 2007.

SANTOS, Ana Claudia Karam Abdallah dos. **A tutela jurídica do capital intelectual nas sociedades empresárias**. Tese (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo (USP), São Paulo, 2009.

SANTOS, Guilherme dos. **Oliver Williamson e Douglass North**: uma comparação das influências dos autores da nova economia institucional no meio acadêmico. 2023. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharelado em Ciências Econômicas) Departamento de Economia e Relações Internacionais da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS), Rio Grande do Sul, 2023.

SANTOS, João Paulo dos. Empresas cíclicas e não-cíclicas: o que são e como diferenciar. **B3**. 6 abr. 2023. Disponível em: <https://borainvestir.b3.com.br/noticias/empresas/empresas-ciclicas-e-nao-ciclicas-o-que-sao-e-como-diferenciar/#:~:text=As%20empresas%20c%C3%ADclicas%20s%C3%A3o%20aquelas,quando%20o%20consumo%20%C3%A9%20impulsionado>. Acesso em: 21 abr. 2024.

SARHAN JÚNIOR, Suhel. **Curso de direito empresarial**. 2. ed. Rio de Janeiro: Processo, 2019, p. 171 (*ebook*). Disponível em: <https://plataforma.bvirtual.com.br>. Acesso em: 19 out. 2024.

SARTO, Victor H. R.; ALMEIDA, Luciana T. A teoria dos custos de transação: uma análise a partir das críticas evolucionistas. **Revista Iniciativa Econômica**, v. 2, n. 1, 2015.

SCHNEEWIND, Jerome. Kant e a moralidade como resultado de nossa autonomia. **Revista do Instituto Humanitas Unisinos**, n. 417, ano XIII, 06 maio 2013.

SCHREIBER, Anderson. **Manual de direito civil contemporâneo**. 7. ed. Rio de Janeiro: Saraiva Jur, 2024 (*ebook*).

SIFFERT FILHO, Nelson F. **A teoria dos contratos econômicos e a firma**. 1996. Tese (Doutorado em Economia) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 1996.

SILVA, Isabel de Carvalho. **Da dissolução parcial das Sociedades Anônimas**. Monografia (Trabalho de Conclusão de Curso em Direito). Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-RJ). 2009. Disponível em: <https://www.maxwell.vrac.puc-rio.br/14296/14296.PDF>. Acesso em: 24 ago. 2024.

SILVA, Sandros dos Santos; TIBÉRIO, Natália F.; NASCIMENTO, José O.; ZITTEI, Marcus, V. M. Apuração de haveres e as dificuldades do perito contador. **Revista Ensino e Pesquisa em Administração e Engenharia (REPAE)**, v. 7, n. 2, 2021.

SILVEIRA, Alexandre di Miceli da. **Governança corporativa: o essencial para líderes**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014.

SILVEIRA, André Bueno da. **Análise econômica do direito e teoria dos jogos: consequencialismo nas decisões judiciais e a nova interpretação das consequências**. São Paulo: JusPodivm, 2022.

SOUZA, Adriano Stanley Rocha; GONÇALVES, Livia Guimarães. Da autonomia da vontade à autonomia privada: breve análise da trajetória dos contratos. In: VILAÇA, Leonardo F.; OLIVEIRA, Leônidas Meireles Mansur Muniz de; BENEVIDES, Wilson Almeida (org.). **Autonomia privada: democracia, estado de direito e valores existenciais e patrimoniais**. Belo Horizonte: Expert, 2022.

SOUZA, Alessandro Orizzo Franco de. **O conceito de sociedade e a teoria do contrato plurilateral aplicados à comunhão de credores nos processos de recuperação judicial e falência**. 2010. Trabalho de Conclusão de Curso (LLM em Direito Societário). Insper. Disponível em: <https://repositorio.insper.edu.br/handle/11224/1256>. Acesso em: 14 out. 2024.

SPINELLI, Luis Felipe. **Exclusão de sócio por falta grave na sociedade limitada**. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

STARTUPS.COM.BR. Disponível em: <https://startups.com.br/>. Acesso em: 25 set. 2024.

SZTAJN, Raquel. **Teoria jurídica da empresa**: atividade empresária e mercados. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

THALER, Richard H. SUNSTEIN, Cass R. **Nudge: como tomar melhores decisões sobre saúde, dinheiro e felicidade**. Rio de Janeiro: Objetiva, 2019.

TARTUCE, Flávio. **Direito civil**: teoria geral dos contratos e contratos em espécie. v. 3. Rio de Janeiro: GEN, 2023 (*ebook*)

TEPEDINO, Gustavo; KONDER, Carlos N.; BANDEIRA, Paula G. **Fundamentos do direito civil**: contratos. v. 3. Rio de Janeiro: GEN, 2022 (*ebook*).

TIGRE, Paulo B. Inovação e teorias da firma em três paradigmas. **Revista de Economia Contemporânea**, n. 3, jan.-jun. 1998.

TIMM, Luciano Benetti. **Direito contratual brasileiro**: críticas e alternativas ao solidarismo jurídico. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2015.

TIMM, Luciano. Justiça está valendo mais a pena para quem não tem razão', diz professor da FGV. **Isto É Dinheiro**. 23 maio 2022. Disponível em: <https://www.istoedinheiro.com.br/justica-esta-valendo-mais-a-pena-para-quem-nao-tem-razao-diz-professor-da-fgv/>. Acesso em: 26 jul. 2022.

TIMM, Luciano B.; CARDOSO, Matheus F. P. Governança corporativa e análise econômica do Direito: ineficiência? In: OLIVEIRA, Fabrício de Souza; FALEIROS JÚNIOR, José Luiz de Moura (coord.). **Direito, governança corporativa e startups**. Indaiatuba, SP: Foco, 2024 (*ebook*). Disponível em: <https://plataforma.bvirtual.com.br>. Acesso em: 19 out. 2024.

TOMAZETTE, Marlon. Autonomia privada nos contratos sociais de Sociedades Limitadas – apuração de haveres. In: VILAÇA, Leonardo F.; OLIVEIRA, Leônidas Meireles Mansur Muniz de; BENEVIDES, Wilson Almeida (org.). **Autonomia privada**: democracia, estado de direito e valores existenciais e patrimoniais. Belo Horizonte: Expert, 2022.

TOMAZETTE, Marlon. **Curso de direito empresarial**: teoria geral e direito societário. v. 1. 15. ed. São Paulo: Saraiva, 2022 (*ebook*).

TRIGO, Maria da Graça. Acordos parassociais: síntese das questões jurídicas mais relevantes. In: MARTINS, Alexandre Soveral *et al.* **Problemas de direito das sociedades**. Coimbra: Almedina/IDET, 2002.

UFMG Diversa. No que vai dar. Ciências Contábeis. Contador junta variáveis diversas para avaliar saúde financeira das empresas e mostrar saídas para problemas. **Revista da Universidade Federal de Minas Gerais**, ano 2, n. 5, jun. 2004, edição vestibular. Disponível em: [https://www.ufmg.br/diversa/5/ciencontabeis.htm#:~:text=Ao%20contr%C3%A1rio%20do%](https://www.ufmg.br/diversa/5/ciencontabeis.htm#:~:text=Ao%20contr%C3%A1rio%20do%20)

que%20muitos%20pensam%20C%20as%20Ci%C3%A9ncias%20Cont%C3%A1b%C3%A9is%20incluem,que%20envolve%20comportamento%20e%20julgamento. Acesso em 07 jun. 2024.

VALE, Sofia. **Acordos parassociais**: vinculação e oponibilidade. Tese (Doutorado em Direito). Faculdade de Direito da Universidade Agostinho Neto e da Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa. Lisboa, 2019.

VENOSA, Sílvio de Salvo; RODRIGUES, Cláudia. **Direito empresarial**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2017.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Curso de direito comercial**. v. 2. São Paulo: Malheiros, 2006.

VILELA, Renato. **Avaliação para fins de apuração de haveres nas sociedades limitadas**: apreciação de ativos intangíveis. Tese (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo (USP), São Paulo, 2023.

VILLELA, João Baptista. Apontamentos sobre a cláusula “...ou devia saber”. **Revista Brasileira de Estudos Políticos**, v. 8, n. 32, p. 198-200, out.-dez. 2007.

WAISBERG, Ivo. Conceito e interpretação dos contratos mercantis. In: GUERRA, Alexandre Dartanhan de Mello (coord.). **Estudos em homenagem a Clóvis Beviláqua por ocasião do centenário do Direito Civil codificado no Brasil**. v. 2. São Paulo: Escola Paulista da Magistratura, 2018.

WILLIAMSON, Oliver E. **The economic institutions of capitalism**: firms, markets, relational contracting. New York: Free Press, 1985.

WILLIAMSON, Oliver E. The vertical integration of production: market failure considerations. **The American Economic Review**, v. 61, n. 2, Papers and Proceedings of the Eighty-Third Annual Meeting of the American Economic Association, maio 1971.

WILLIAMSON, Oliver E.; WINTER Sidney G. **The nature of the firm**: origins, evolution, and development. Oxford: Oxford University Press, 1993.

WILLIAMSON, Oliver E. The economics of organization: the transaction cost approach. The University of Chicago Press. **The American Journal of Sociology**, v. 87, n. 3, nov. 1981, p. 555.

WILLIAMSON, Oliver E. **The mechanisms of governance**. New York: Oxford University Press, Inc., 1996.

WILLIAMSON, Oliver E. Markets and hierarchies: some elementary considerations. **American Economic Review**. American Economic Association, v. 63(2), 1973.

YAMASHITA, Hugo T. **Cooperação empresarial**: contratos híbridos e redes empresariais. (Coleção IDiP). Portugal: Grupo Almedina, 2022 (*ebook*).

ZYLBERSZTAJN, Decio; SZTAJN, Rachel. Análise Econômica do Direito e das Organizações. In: ZYLBERSZTAJN, Decio; SZTAJN, Rachel (org.). **Direito & Economia – Análise Econômica do Direito e das Organizações**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005 (*ebook*).

## **REFERÊNCIAS NORMATIVAS**

**(Associação Brasileira de Normas Técnicas – ABNT)**

ABNT NBR 10520: 2023 – Informação e documentação – Citações em documentos – Apresentação

ABNT NBR 6028: 2021 – Informação e documentação – Resumo, resenha e resensão – Apresentação

ABNT NBR 6023: 2018 – Informação e documentação – Referências – elaboração

ABNT NBR 6022:2018 – Informação e documentação – Artigo em publicação periódica técnica e/ou científica – Apresentação

ABNT NBR 6027: 2012 – Informação e documentação – Informação e documentação – Sumário – Apresentação

ABNT NBR 14724: 2011 – Informação e documentação – Trabalhos acadêmicos – Apresentação

ABNT NBR 15287: 2011 – Informação e documentação – Projetos de pesquisa – Apresentação

ABNT NBR 6034: 2005 – Informação e documentação – Índice – Apresentação

ABNT NBR 12225: 2004 – Informação e documentação – Lombada – Apresentação

ABNT NBR 6024: 2003 – Informação e documentação – Numeração progressiva das seções de um documento escrito – Apresentação