

Bem-vindos!

01 de set de 2026 · Direito Societário · Por Ricardo Mafra

É com muito prazer que inicio este espaço, que tem como objetivo compilar materiais e impressões sobre temas atuais do direito societário, mercado de valores mobiliários e assuntos correlatos.

Meu nome é Ricardo Mafra e, desde 2023, atuo como Professor de Direito Comercial no curso de graduação da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (UERJ) e integro o Programa de Pós-Graduação *Stricto Sensu* da UERJ, lecionando nos cursos de mestrado e doutorado. Além disso, há vários anos exerço a advocacia em direito empresarial.

Recentemente, publiquei um livro sobre o mercado de valores mobiliários, que é o meu principal objeto de pesquisa (disponível em: <https://a.co/d/04jtJmzW>). Além de representar, na medida da minha capacidade, o estado da arte desse campo do direito, o livro também traz a minha visão sobre alguns dos temas mais debatidos em conflitos e litígios no âmbito das companhias abertas e do mercado. Minha intenção é que eu possa trazer, neste site, atualizações e comentários sobre a disciplina jurídica do mercado, que é dinâmica e está em constante transformação.

No ano em que as Leis nº 6.385/1976 e nº 6.404/1976 completam 50 anos, é importante reexaminar alguns de seus fundamentos e objetivos principais. O mercado brasileiro de hoje não é o mesmo da década de 1970.

Entendo, de forma geral, que essas duas leis se destinam prioritariamente a assegurar o bom funcionamento do mercado de valores mobiliários, por meio da transparência, da equidade e da integridade das relações entre seus participantes, bem como a garantir a proteção de investidores, que disponibilizam a sua poupança para o financiamento dos emissores.

Se isso já era verdade em 1976, hoje em dia a ênfase na proteção do funcionamento do mercado e dos investidores é ainda mais necessária. Atualmente, há milhões de investidores atuando no mercado^[1]. Os fundos de investimento administram patrimônio avaliado em trilhões de reais. As companhias, que antes tinham o seu capital concentrado, cada vez mais fazem a transição para estruturas de capital disperso, tornando as relações de agência mais complexas.

Esse novo cenário traz uma série de desafios ao direito do mercado de valores mobiliários e ao direito societário. Para este post inicial, vale a pena destacar alguns dos assuntos que estão mais em voga atualmente e que foram abordados em maior profundidade no livro.

Responsabilidade dos administradores e dever de diligência

No âmbito das companhias abertas, multiplicam-se os litígios entre acionistas e administradores. Episódios recentes da história corporativa brasileira demandaram o aprofundamento do estudo dos deveres fiduciários dos administradores, principalmente o dever de diligência.

Embora a *business judgment rule* tenha sido inicialmente importada à realidade brasileira como garantia ao administrador de uma proteção ampla, o seu escopo tem sido limitado em decisões recentes da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Continua-se a preservar o mérito das decisões negociais tomadas sem conflito de interesses, mas decisões não negociais, de natureza normativa ou fiscalizatória, podem ter o seu mérito revisado a partir do critério das medidas razoáveis e adequadas implementadas pelo administrador para o cumprimento de seus deveres.

O próprio dever de diligência tem sido revisitado, com maior destaque ao seu aspecto fiscalizatório. Esse desdobramento da diligência, voltado ao dever de vigiar, tem sido a principal lente de análise em casos envolvendo alegações de fraudes empresariais. Atualmente, o dever dos administradores não se limita a reagir a *red flags*, abrangendo também a obrigação de implementar mecanismos internos de controles adequados aos negócios da companhia.

Conflitos entre acionistas minoritários e controladores

Os litígios entre acionistas minoritários e controladores também continuam a pautar as discussões nas companhias. Não obstante seja um dos temas mais recorrentes no direito societário, a própria caracterização do controle tem sido objeto de revisão.

Por um lado, o controle tem sido encarado, em muitas decisões da CVM, a partir de elementos objetivos (especialmente a propriedade da maioria do capital votante). Por outro lado, recente acórdão do Superior Tribunal de Justiça (STJ) a respeito da aplicação da oferta pública de aquisição de ações (OPA) por alienação de controle (artigo 254-A da Lei nº 6.404/1976) determinou que controle societário se fundamenta em elemento subjetivo, referente ao ímpeto de um acionista ou grupo de acionistas de dominar as estruturas de governança da companhia [\[2\]](#).

Esse elemento subjetivo, por vezes esquecido na doutrina moderna, constituiu a pedra angular no desenvolvimento do conceito de acionista controlador na doutrina francesa até a década de 1960, posteriormente usada por José Luiz Bulhões Pedreira e Alfredo Lamy Filho no tratamento do conceito de controle na Lei nº 6.404/1976 [\[3\]](#). Essa discussão está longe de ser meramente acadêmica, podendo influenciar o resultado de casos em que se discute a necessidade de formulação de OPA por alienação de controle.

Os conflitos entre acionistas minoritários e controladores têm se manifestado com frequência em operações de reorganização societária. Em muitos casos, operações complexas, formadas a partir da concatenação de diferentes negócios, podem gerar resultados que a lei societária não previu. Em situações como essas, o atrito entre a liberdade do acionista controlador e a proteção dos direitos dos acionistas minoritários pode dar ensejo a conflitos complexos. A CVM já se posicionou pela regularidade formal dessas operações, não obstante os aparentes problemas em sua substância. Contudo, tais decisões foram tomadas no âmbito de pedidos de interrupção do prazo de convocação de assembleia geral, em que a cognição da autarquia é limitada, de modo que o assunto continua em aberto.

Em paralelo, é cada vez maior a exigência de mais transparência nas operações societárias envolvendo companhias controlada e controladora, em que a relação de troca de ações é negociada por Comitês

Independentes nos termos do Parecer de Orientação CVM nº 35/2008. Tal como nas reorganizações realizadas por etapas, mencionadas acima, essas operações apresentam desafios no aspecto da forma *versus* substância. Acionistas minoritários têm alegado que a utilização de Comitês Independentes por si só não garante a equitatividade das condições do negócio, sendo necessário demonstrar, por meio da exibição de documentos produzidos ao longo da negociação, que as condições são efetivamente justas.

Ações derivadas

A imposição de condutas a administradores e controladores de companhias e a efetiva proteção de investidores dependem da existência de mecanismos eficazes para a imposição de responsabilidade. A Lei nº 6.404/1976, desde a sua redação original, previu duas categorias de ação de responsabilidade, uma contra o administrador (artigo 159) e outra contra o acionista controlador (artigo 246).

Ainda que o sistema de ações derivadas parecesse ser assunto consolidado no direito societário, uma decisão recente do STJ – em que se determinou a perda de objeto de ação de responsabilidade civil proposta por acionistas minoritários contra o acionista controlador por ajuizamento superveniente de ação com o mesmo escopo pela própria companhia – reacendeu os debates sobre o tópico[\[4\]](#), justificando um aprofundamento da análise dessas ações pela CVM[\[5\]](#) e pela doutrina.

No livro, defende-se que o artigo 246 da Lei nº 6.404/1976 não pode ser interpretado mediante analogia com o artigo 159, pois as lógicas são distintas. De um lado, o artigo 159 atribuiu legitimidade para a propositura de ação contra o administrador tanto à companhia (legitimidade ordinária) como ao acionista (legitimidade extraordinária), afastando-se o administrador réu de seu cargo para evitar a sua influência na condução da ação.

Por outro lado, o artigo 246 atribuiu apenas a legitimidade extraordinária ao acionista minoritário para a propositura de ação de responsabilidade contra o acionista controlador, por meio de substituição processual exclusiva, tendo em vista a impossibilidade de afastamento do acionista controlador, cuja atuação criaria um conflito de interesses insolúvel caso a companhia propusesse a ação em nome próprio.

Disputas em fundos de investimento

Em paralelo ao investimento nas companhias, grande parte do capital no mercado brasileiro é direcionado atualmente aos fundos de investimento. A crescente importância desses veículos tem dado ensejo a uma série de litígios complexos envolvendo seus principais atores: (i) os cotistas, como investidores; e (ii) os prestadores de serviço, especialmente o gestor e o administrador fiduciário, como participantes do mercado responsáveis por viabilizar o funcionamento do fundo.

Em função da novidade do tema, a resolução de casos envolvendo fundos de investimento apresenta diversas dificuldades. O novo marco legal estabelecido pela Lei da Liberdade Econômica e pela Resolução CVM nº 175/2022 acertou em separar de forma mais clara a responsabilidade dos prestadores de serviço dos fundos. Da mesma forma, o STJ acertou recentemente ao exigir a demonstração de nexo de causalidade para imputar responsabilidade civil a agentes envolvidos na distribuição de cotas de fundos por prejuízos sofridos por investidores, mesmo diante da aplicação do Código de Defesa do Consumidor[\[6\]](#), de forma aderente à doutrina

civilista mais autorizada[7].

Por outro lado, por vezes equívocos são cometidos por incompreensão do instituto, quando, por exemplo, se considera que os cotistas de fundos de investimento não possuem legitimidade ordinária para pleitear o ressarcimento de perdas sofridas pelo condomínio, a partir de uma inadequada aplicação analógica do artigo 159 da Lei nº 6.404/1976 aos fundos. Tal aplicação analógica, defendida por alguns e por vezes utilizada na solução de casos concretos, ignora que a sistemática do artigo 159 parte da premissa de que a companhia é uma pessoa autônoma, dotada de patrimônio próprio, característica ausente nos fundos de investimento, cujo patrimônio pertence diretamente aos cotistas.

A responsabilidade dos distribuidores de cotas, embora não seja tão ampla como alguns pretendem, também não deve ser considerada tão restrita como tem sido interpretada a partir da decisão do STJ no Resp nº 2230861/GO. Nesse sentido, a obrigação de *suitability* dos participantes de mercado, especialmente os distribuidores e intermediários, exige não só o conhecimento do cliente, como também dos valores mobiliários distribuídos ou objeto de intermediação.

Em síntese, são muitos os temas que ainda geram discussão em disputas no âmbito das companhias abertas e do mercado de valores mobiliários. A intenção da obra que tem em mãos foi de auxiliar no aprofundamento de alguns dos institutos que têm guiado a resolução de litígios complexos.

Espera-se que o material a ser trazido neste site complemente o conteúdo dos livros e artigos que já publiquei, e que estimule reflexão e aprofundamento em temas do mercado de valores mobiliários e direito societário.

[1] Levantamento recente da B3 indica que há 5,3 milhões de CPFs atuando negociando ativos de renda variável na bolsa de valores, e 104,8 milhões negociando ativos de renda fixa. Vide: B3. *Perfil pessoa física*. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/perfil-pessoas-fisicas/perfil-pessoa-fisica/. Acesso em 16.07.2026.

[2] “O controle da Sociedade Anônima depende do elemento subjetivo do acionista, com o propósito de dirigir a empresa” (STJ, EDcl no RECURSO ESPECIAL Nº 1837538 – SP, Rel. Min. Ricardo Villas Bôas Cueva, Terceira Turma, j. 18.06.2024).

[3] MAFRA, Ricardo. Concentration of power within Brazilian corporations: the influence of the French corporate doctrine of the 1960’s over the conception of the “controlling shareholder” in Brazil’s corporate law. *Revista de Direito das Sociedades*, Lisboa, v. XVI, n. 1, p. 9-34, 2024. p. 30-32.

[4] STJ, CC 185702/DF, Segunda Seção, Rel. Min. Marco Aurélio Bellizze, j. 22.06.2022.

[5] COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, processo administrativo nº 19957.007423/2021-12, j. 28.02.2023.

[6] Vide, por exemplo: STJ, Resp nº 2230861/GO, Terceira Turma, Relatora Ministra Daniela Teixeira, j. 05.05.2026.

[7] Sobre a necessidade de identificação de um defeito na prestação de serviço e conexão entre esse defeito e a participação do agente na cadeia de fornecimento do produto para fins de imputação de responsabilidade nos termos do CDC, confira-se: (i) OLIVA, Milena Donato; RENTERIA, Pablo. Notas sobre o regime jurídico dos fundos de investimento. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas. *Atualidades em direito societário e mercado de capitais: fundos de investimento*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021. p. 24-25; e (ii) SILVA, Rodrigo da Guia. Solidariedade obrigacional e causalidade na responsabilidade civil: o exemplo das relações de consumo. *Civilistica.com*, Rio de Janeiro, p. 1-44, 2025. p. 32-38.