

Limites na utilização abusiva do direito de opção nos acordos de acionistas

31/08/2025

O direito de opção — frequentemente classificado como um direito potestativo — ocupa posição peculiar no Direito Contratual e Societário, sendo instrumento imprescindível nos investimentos societários, amplamente utilizado em contratos de investimento em companhias, tanto por investidores quanto por fundos de investimento. Sua natureza formativa permite que uma das partes, de forma unilateral, constitua, modifique ou extinga determinada relação jurídica.

A concepção clássica dessa prerrogativa levou parte da doutrina a considerá-la insuscetível de controle judicial, uma vez atendidos seus requisitos formais, especialmente quando inserida em acordos de acionistas, haja vista a prevalência dos princípios da liberdade contratual e o da força obrigatória dos contratos.

Contudo, à luz do Direito brasileiro contemporâneo, não há espaço para o exercício absoluto de direitos, especialmente quando configurada ao dever de lealdade, à vedação ao comportamento contraditório e à proibição do abuso de direito. Esses preceitos, que decorrem do princípio geral da boa-fé objetiva, funcionam como limites ao exercício dos direitos, integrando, de forma implícita, todas as relações contratuais.

A autonomia da vontade, mesmo nos contratos empresariais, deve ser compreendida em harmonia com os princípios do direito contratual, em especialmente a boa-fé objetiva.

O presente texto examina, de maneira objetiva, os limites jurídicos e principiológicos ao exercício do direito de opção, com ênfase no abuso de sua utilização no contexto societário, quando a cláusula é manejada em violação à boa-fé objetiva.

Limites à liberdade contratual nos contratos de opção

Embora seja permitida a celebração de contratos atípicos, como o contrato de opção, a autonomia da vontade das partes está sujeita aos preceitos do ordenamento jurídico, como a vedação ao abuso de direito e a observância da boa-fé objetiva, como prevê o art. 425 do Código Civil: “É lícito às partes estipular contratos atípicos, observadas as normas gerais fixadas neste Código”.

Judith Martins-Costa [1], em obra dedicada ao estudo de um contrato análogo ao de opção – o contrato de *buy or sell*, igualmente considerado atípico e que, portanto, deve ser interpretado da mesma forma –, também afirma que a **liberdade de contratar, nos contratos atípicos (como é o caso do contrato de opção), está diretamente vinculada às normas gerais do direito privado:**

“Mas é também incontroverso que a liberdade contratual não é ilimitada. Especialmente quando expressa por meio da chamada liberdade de escolhas de categoria jurídicas, ou “liberdade na determinação do tipo”, o art. 425 do Código Civil estabelece direta vinculação à observância das “normas gerais” fixadas no mesmo Código.”

Assim, é plenamente admissível o controle judicial ou arbitral do exercício de uma cláusula de opção quando constatada conduta contrária à boa-fé — seja pela prática de comportamento contraditório, pela violação ao dever de lealdade ou pela configuração de abuso de direito, conforme será demonstrado a seguir.

Boa-fé objetiva e vedação ao comportamento contraditório (*venire contra factum proprium*)

A vedação do comportamento contraditório (*venire contra factum proprium*) funda-se na proteção da confiança, tal como se extrai dos artigos 187 e 422 do Código Civil (Enunciado 362, da IV Jornada de Direito Civil).

O Código Civil, em seu artigo 113, estabelece que “os negócios jurídicos devem ser interpretados de acordo com a boa-fé e os usos do local de sua celebração”, sendo uma regra imperativa, que não pode ser modificada pelas partes. Tanto o devedor quanto o credor têm o dever incondicional de agir com boa-fé, não apenas em relação à sua própria obrigação,

mas também à outra parte.

Diante das diversas manifestações do princípio da boa-fé, **destaca-se o dever de não agir em contrariedade aos próprios atos**. Isso significa que ninguém pode se valer de um ato **enquanto for vantajoso e, posteriormente, rejeitá-lo quando não mais lhe for conveniente**.

A atitude contraditória revela clara má-fé, **ainda que envolva na aparência de legalidade ou de exercício legítimo de um direito**. Em muitas situações contratuais, isso se traduz no aproveitamento indevido da própria torpeza, sendo que a aplicação do dever de boa-fé não exige a intenção dolosa, mas sim a violação do princípio da confiança.

Segundo Anderson Schreiber, sob a ótica do Direito Brasileiro, considera pressupostos de incidência do *venire contra factum proprium*: a) um *factum proprium*, isto é, uma conduta inicial; b) a legítima confiança de outrem na conservação do sentido objetivo desta conduta; c) um comportamento contraditório com este sentido objetivo; e d) um dano ou, no mínimo, um potencial de dano a partir da contradição [2].

A quebra da confiança, mesmo sem intenção dolosa, caracteriza má-fé objetiva e afasta a legitimidade do exercício da opção, quando a conduta posterior nega ou frustra expectativas legítimas criadas pela parte.

Um exemplo emblemático de **quebra de confiança** e de **violação à vedação de comportamento contraditório** em acordo de acionistas que contenha cláusula de opção ocorre quando o acionista controlador, em prejuízo dos minoritários, **oculta passivos ao longo dos anos** e, justamente no período de exercício da cláusula de opção de compra — cenário comum em fundos de investimento, especialmente na fase de desinvestimento —, **insere um passivo que reduz de forma significativa a remuneração dos minoritários**.

Essa conduta configura inequívoca **violação ao princípio da boa-fé objetiva**, devendo ser reconhecida pelo julgador após regular instrução probatória, sobretudo mediante a **demonstração de que o passivo foi artificialmente incluído com o propósito de comprometer a remuneração dos acionistas**.

Boa-fé objetiva e dever de lealdade nas relações societárias

No âmbito societário, o dever de lealdade assume relevo especial, sobretudo em relações marcadas por assimetria informacional entre controladores e minoritários.

Arnoldo Wald [3] afirma que este deve ser o princípio orientador para o comportamento adequado de todos os acionistas.

A lealdade consiste em uma atitude de diligência no cumprimento das obrigações contratuais e reflete uma verdadeira *affectio contractus*. Não é mais aceitável que os acionistas, especialmente os controladores, ajam como se a companhia fosse uma propriedade exclusivamente sua.

A violação ao dever de lealdade ocorre quando o controlador adota práticas que visam beneficiar-se em detrimento dos minoritários, omitindo informações relevantes, manipulando dados ou criando artificialmente cenários para ativar cláusulas contratuais em seu proveito.

Um exemplo corriqueiro de violação ao dever de lealdade ocorre quando o acionista controlador **omite informações contábeis relevantes dos acionistas minoritários e promove provisões contábeis inadequadas**, com o intuito de forçar a instauração de litígio que leve ao acionamento da cláusula de opção, de modo a impor, indiretamente, a retirada do acionista minoritário com remuneração inferior à efetivamente devida pelo investimento realizado na companhia.

Outra situação frequente se dá quando o acionista controlador, de forma indireta, **manipula o preço das ações devidas aos minoritários**, inserindo informações contábeis **dissociadas da realidade** justamente no período de retirada do acionista minoritário — situação comum em fundos de investimento, como já destacado — comprometendo, assim, a justa

Spacca



avaliação de sua participação.

Em realidade, tais atos configuram determinação unilateral do preço das ações, o que é vedado. Aliás, como observa Antônio Junqueira, há vedação à arbitrariedade unilateral de uma das partes — ainda que de forma indireta — na fixação do preço:

“Isso, dito por duas palavras, significa que: a) o preço é elemento categorial inderrogável do contrato de compra e venda; b) antigamente, eram requisitos desse elemento o ser certo, justo e verdadeiro; hoje, porém, quanto à certeza, contenta-se o ordenamento em que o preço seja determinável; c) todavia, não é possível que a determinação seja deixada ao arbítrio exclusivo de uma das partes.”

Esse tipo de situação caracteriza abuso de direito, atraindo a incidência do artigo 129 do Código Civil, conforme se passa a demonstrar.

Abuso de direito e não verificação da condição suspensiva

Quando o exercício do direito de opção ocorre com abuso de direito, especialmente quando a parte força a ocorrência de um impasse, a condição deve ser reputada como não verificada, com base no artigo 129 do Código Civil, impedindo o surgimento do direito potestativo de opção de compra ou venda. Nesse sentido, destaca-se o estudo de Mariana Martins Costa Ferreira [4], em sua dissertação sobre ilicitudes nos contratos de opção:

[...] “Em todas essas hipóteses, como visto, os atos do sócio são ilícitos, incidindo na norma do art. 186 e 129 do Código Civil e do art. 115 da Lei das S/A, reputando-se, portanto, não verificada a condição suspensiva, e, zesfera jurídica das partes. Dessa forma, inexistindo o direito potestativo, que ensejaria a formação da compra e venda, seja decorrente do contrato buy or sell, seja decorrente do contrato de opção, não há falar em formação de contrato de compra e venda. O exercício do direito potestativo deve ser considerado sem efeitos, portanto, conseqüentemente, o contrato de compra e venda projetado inexistirá.” [...]

[...] “Por outro lado, nos casos em que uma das partes force a ocorrência de impasse para que lhe surja o direito formativo de ativar a cláusula buy or sell ou de exercício da opção, haverá, em verdade, ato ilícito, vedado pelos arts. 129 e 186 do Código Civil (a esse respeito vide item 3.2.1., infra). Entendemos, assim, que mesmo nesses casos não há falar de condição potestativa, mas de ato ilícito, o qual será reputado não verificado, por expressa determinação legal.” [...]

Em tais casos há um ato ilícito (artigos 129 e 186 do CC; artigos 115 e 117, § 1º, “a” e “c” da LSA), com a consequência jurídica de neutralizar o efeito pretendido – exercício do direito de opção.

Além disso, outro fundamento para o não reconhecimento da cláusula de opção ocorre quando se verifica a formação de sociedade leonina (aquela que priva os acionistas da justa remuneração), conforme se passa a demonstrar.

Vedação à sociedade leonina e ao enriquecimento ilícito

As sociedades anônimas têm como direito essencial do acionista a participação nos lucros sociais e no acervo da companhia, em caso de liquidação (artigo 109, I e II da Lei das Sociedades por Ações) [5].

Defende-se a aplicação da tese porque a cláusula de opção, acionada nos moldes já exemplificados — especialmente nos casos de manipulação de resultados financeiros no período de retirada dos acionistas minoritários —, produz, de forma direta ou indireta, a exclusão desses acionistas da participação real nos resultados da sociedade.

Mariana Martins Costa Ferreira, em dissertação apresentada à USP e já citada no texto, elucidou a importância da análise da vedação à sociedade ou pacto leonino, especialmente diante da possibilidade de a cláusula de opção privar os sócios da participação nos lucros.

“A relevância da análise da vedação da sociedade ou pacto leonino para este estudo decorre da possibilidade de a determinação do preço da compra e venda decorrente do contrato buy or sell ou de opção causar (indiretamente) a exclusão de qualquer dos sócios da participação nos resultados da sociedade em impasse.”

Para Modesto Carvalhosa [6], deve ser desconsiderada qualquer disposição que, ao final, prive os acionistas do recebimento do valor real e atualizado da companhia, por violar o princípio da boa-fé objetiva e a vedação ao enriquecimento ilícito:

“A existência de tais cláusulas inscreve-se no capítulo do abuso de direito, contrariando, igualmente, o princípio da boa-fé. Como reiterado, em qualquer circunstância, o preço a ser pago pelo exercício da opção de compra de ações ou de títulos conversíveis em ações objeto do acordo, deve ser absolutamente justo, atual e plenamente remuneratório, sendo nulas as cláusulas nele constantes que levem ao enriquecimento ilícito do titular do direito de opção de compra de ações”.

O direito do acionista de participar nos lucros sociais é essencial. A sua supressão por meios escusos, além de afrontar o princípio da autonomia da vontade, caracteriza a formação de sociedade leonina, expressamente vedada pelo ordenamento jurídico.

Conclusão

O direito de opção, embora reconhecido como instrumento legítimo de organização contratual e societária, não é imune ao controle judicial. Sua utilização abusiva — seja pela criação artificial das condições de exercício, pela fixação unilateral de preço, pela violação ao dever de lealdade ou pela privação de lucros de acionistas — configura ato ilícito, vedado pelo ordenamento jurídico.

A conjugação dos artigos 129 e 187 do Código Civil com os artigos 115, 117 e 109 da Lei das S/A revela que a boa-fé objetiva e a proteção da confiança não apenas limitam, mas podem neutralizar o exercício de opções manejadas em desacordo com tais princípios.

Mais do que proteger interesses individuais, a interpretação restritiva do direito de opção abusivo preserva a integridade do mercado, a confiança nas relações societárias e o próprio equilíbrio do sistema jurídico.

[1] MARTINS-COSTA, Judith. “A cláusula de Buy or Seel na perspectiva do Direito das Obrigações”. (in) VENANCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna (Coord.) 40 anos da Lei 6.404/76: Homenagem aos Professores Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira. Rio de Janeiro: Forense, 2016.

[2] SCHREIBER, Andrson. A proibição de comportamento contraditório: tutela da confiança e venire contra factum proprium. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 271.

[3] WALD, Arnaldo. O governo das empresas. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, v. 5, n. 15, jan./mar. 2002. p. 53.

[4] FERREIRA, Mariana Martins-Costa. **Soluções contratuais para resolução de impasse**: cláusulas buy or sell e opções de compra e venda (put and call options). 2017. Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2017. Disponível [aqui](#).

[5] Art. 109. Nem o estatuto social nem a assembléia-geral poderão privar o acionista dos direitos de:

I – participar dos lucros sociais;

II – participar do acervo da companhia, em caso de liquidação;



[6] CARVALHOSA, Modesto. Acordo de Acionistas: Homenagem a Celso Barbi Filho. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2015, pp. 299-300.

Fonte: <https://conjur.jumps.com.br/2025-ago-31/limites-na-utilizacao-abusiva-do-direito-de-opcao-nos-acordos-de-acionistas/>