

WHITE PAPER | MERGERS & ACQUISITIONS | 2026

O AVAL QUE FICA

a garantia pessoal que não se transfere com a empresa, e da qual o
avalista não pode sair sozinho



O que sobra depois de vender

O controlador de empresa média brasileira avalia pessoalmente boa parte da dívida da companhia.¹ Quando ele vende, o aval não vai junto.²



Figura 1 — O que o vendedor recebe e o que continua devendo. Elaboração Revenaz.

Sobre uma operação de R\$ 156 milhões com R\$ 40 milhões de dívida financeira, dos quais 85% avalizados, o vendedor recebe R\$ 116 milhões e **continua exposto a R\$ 34 milhões**.³

Três coisas que tornam esta situação particular

Ele responde por dívida que já não pode administrar. Vendeu o controle, e com ele a capacidade de decidir sobre endividamento, investimento e caixa. **Mantém a responsabilidade e perde a gestão.**

A exposição é de 29% do que levou para casa. Não é detalhe operacional; é quase um terço do produto da venda de uma vida de trabalho.

E ele frequentemente não sabe. O aval foi prestado anos antes, em contratos sucessivos, e raramente é levantado antes da diligência do comprador — que olha o passivo da empresa, e não a garantia pessoal do vendedor.

¹ Elaboração Revenaz. **Este documento não é parecer jurídico**, e a matéria é privativa de advogado. O que ele acrescenta é a quantificação do risco e o desenho da solução.

² **A garantia pessoal não se extingue com a alienação da participação societária.** Ela permanece até o pagamento da dívida ou até a liberação expressa do credor, e a segunda depende de alguém que não tem incentivo para concedê-la.

³ Elaboração Revenaz. **A proporção de 85% é premissa**, porque não há levantamento público brasileiro sobre a parcela do crédito a empresas médias que exige garantia pessoal do sócio. A Parte VIII declara a lacuna.

A diferença que decide tudo

O fiador pode sair sozinho. O avalista não pode

O banco brasileiro empresta por cédula de crédito bancário, com aval. Elaboração Revenaz.

AVAL		FIANÇA
Autônoma	Natureza	Acessória
Artigo 899	Base	Artigos 818 e seguintes
NÃO EXISTE	Saída unilateral	Artigo 835
não aplicável	Prazo de saída	60 ou 120 dias
Cédula bancária	Instrumento típico	Locação

Figura 2 — Aval e fiança, no que importa para a operação. Elaboração Revenaz.

Há uma distinção jurídica que quase ninguém faz na mesa de negociação, e ela decide se o vendedor tem saída.⁴ **O fiador pode exonerar-se sozinho. O avalista não pode.**⁵

Aspecto	Aval	Fiança
Natureza da obrigação	Autônoma	Acessória
Base legal	Artigo 899 do Código Civil	Artigos 818 e seguintes
Exoneração unilateral	Não existe	Sim, pelo artigo 835
Prazo após a notificação	não aplicável	Sessenta dias, ou cento e vinte na locação
Nulidade da obrigação principal	Não aproveita ao garantidor	Aproveita ao fiador
Benefício de ordem	Não se aplica	Sim, se não houver renúncia
Instrumento típico no crédito bancário	Cédula de crédito bancário	Contrato de locação

A última linha é a que fecha a armadilha. O banco brasileiro empresta por **cédula de crédito bancário**, que é título de crédito e recebe **aval**, não **fiança**. **A saída unilateral do artigo 835 simplesmente não se aplica ao caso que mais importa.** A jurisprudência é expressa: ao avalista não é facultado exonerar-se unilateralmente, e a inaplicabilidade do artigo 835 ao aval é reconhecida de forma reiterada.

- **A autonomia do aval está no parágrafo segundo do artigo 899.** A responsabilidade do avalista subsiste **ainda que nula a obrigação avalizada**, salvo vício de forma. É garantia mais rígida que a fiança por construção legal.
- **E a retirada do quadro societário não libera.** Há decisão registrando que, diante da autonomia intrínseca da garantia, **a saída do avalista do quadro de sócios da emitente da cédula não afasta automaticamente a sua responsabilidade**, porque a posição de avalista é independente do vínculo societário.
- **Na fiança há mais espaço, e mesmo assim não é automático.** Há precedente recente registrando que a retirada de sócio não extingue a responsabilidade do fiador, **e que a exoneração exige notificação expressa ao credor** — sem ela, a garantia permanece.

⁴ Elaboração Revenaz sobre a legislação e a jurisprudência. **Conferir em fonte primária antes de qualquer uso formal.**

⁵ O artigo 835 do Código Civil **faculta ao fiador exonerar-se de fiança assinada sem limitação de tempo**, mediante notificação ao credor, ficando obrigado por sessenta dias após. **Não há dispositivo equivalente para o aval.**

Por que o banco não libera



Figura 3 — Incentivo de cada parte para liberar o aval. Elaboração Revenaz.

A liberação depende do credor, e o credor é o único dos três que não a quer.⁶ **Quem tem o incentivo não tem o poder, e quem tem o poder não tem o incentivo.**⁷

O que o banco costuma exigir em troca	O que isso custa
Aval do novo controlador	Nada ao vendedor, se o comprador tiver patrimônio comparável e aceitar
Garantia real sobre ativo da empresa	Onera a companhia, e o comprador tende a resistir
Carta de fiança bancária de terceiro	Cerca de 2,5% ao ano sobre o valor garantido
Amortização parcial ou integral da dívida	Reduz o preço líquido na proporção amortizada
Repactuação da taxa, com spread maior	Onera a empresa vendida, e entra na negociação de preço

A primeira linha é a solução ideal e a menos disponível. Se o comprador é grupo maior e com melhor risco de crédito, o banco troca o aval com facilidade — e nesse caso o problema nem chega a existir. Ele aparece quando o comprador é fundo com veículo próprio, ou grupo de porte semelhante, que é exatamente o perfil mais comum no mercado médio.

3.1 O que a jurisprudência estabeleceu

Entendimento	Efeito prático
Ao avalista não é facultado exonerar-se unilateralmente, e o artigo 835 não se aplica ao aval	Elimina a saída que o vendedor imagina ter. É o núcleo do problema
A retirada do quadro societário não afasta automaticamente a responsabilidade do avalista, pela autonomia da garantia	Vender a participação não resolve nada perante o credor
A exoneração do fiador exige notificação expressa ao credor, e sem ela a garantia permanece	Nem na fiança a saída é automática. Há um ato a praticar
A recuperação judicial da empresa não suspende a execução contra o avalista	O banco executa direto, sem esperar o desfecho da recuperação

⁶ Elaboração Revenaz. Escala indicativa, construída a partir da posição de cada parte na operação.

⁷ O banco concedeu crédito precificando o aval de um controlador que ele conhece, cujo patrimônio ele avaliou e cujo comportamento de pagamento ele acompanhou por anos. Liberá-lo significa aceitar risco maior pela mesma taxa.

Entendimento	Efeito prático
O aval não se equipara à fiança para efeito de benefício de ordem, sendo o avalista responsável autônomo e solidário	O credor pode ir ao patrimônio do avalista sem executar antes o da empresa

Registro a natureza destes entendimentos. São posições reiteradas em tribunais, e não texto de lei. Devem ser conferidos em fonte primária, com o inteiro teor e a data, antes de qualquer uso formal, e podem evoluir. A quarta linha é a de efeito mais imediato e a menos conhecida do controlador.

- **Há espaço de discussão na fiança que não existe no aval.** Registra-se que a transformação completa da composição societária da empresa afiançada pode ser circunstância relevante, **mas a exoneração exigiria distrato ou decisão judicial**, e não ocorre de forma automática.
- **E há discussão sobre cláusulas que renunciavam ao direito de exoneração.** Há entendimento de que a vinculação do fiador por prazo indeterminado é inadmissível, **e que a renúncia ao direito de exoneração pode ser considerada abusiva** — mas isso é sobre fiança, e não sobre aval.
- **Uma observação sobre o alcance destas linhas.** Elas descrevem o regime aplicável à garantia prestada antes da venda e ainda vigente depois dela, que é o objeto deste documento.
- **Não tratam da responsabilidade do ex-sócio por obrigações da sociedade**, que é matéria distinta e tem regime próprio nos artigos 1.003, 1.032 e 1.057 do Código Civil, com prazo de dois anos após a averbação da alteração contratual.
- **A confusão entre as duas é frequente e cara.** O controlador ouve que responde por dois anos após sair, **e conclui que o aval também expira em dois anos.** Não expira: ele dura enquanto durar a dívida garantida.

A distinção em uma frase. A responsabilidade do ex-sócio pelas obrigações da sociedade **decorre da condição de sócio, e cessa com ela**, após o prazo legal. A responsabilidade do avalista **decorre de um ato próprio, e sobrevive a tudo** — à venda da participação, ao prazo de dois anos, e à recuperação judicial da empresa.

O risco, e por que a média engana



Figura 4 — Valor esperado da perda contra a perda se ela ocorrer. Elaboração Revenaz.

A quantificação convencional trata o aval como qualquer outro risco, e isso conduz a erro.⁸ **A distribuição é binária: ou não acontece nada, ou o vendedor perde os R\$ 34 milhões inteiros.**⁹

Por que a distinção importa na decisão

Risco de variação se aceita e se precifica. Uma perda de 3% do produto da venda é absorvível, e o vendedor pode conviver com ela.

Risco de ruína não se precifica, se elimina. Perder R\$ 34 milhões depois de ter vendido a empresa **pode consumir parcela substancial do patrimônio familiar**, e não há prêmio que compense.

E o vendedor típico está concentrado. Ele acabou de converter o ativo de uma vida em dinheiro, e ainda não o diversificou. **É o pior momento possível para carregar uma exposição binária dessa dimensão.**

- **Há um agravante processual que amplia o problema.** A recuperação judicial da empresa **não suspende a execução contra o avalista**, e a jurisprudência é consolidada nesse sentido, pela autonomia da obrigação cambiária.
- **Isso inverte a intuição comum.** O vendedor imagina que, se a empresa quebrar, haverá processo e prazo. **Não haverá: o banco executa o avalista diretamente**, sem esperar o desfecho da recuperação.
- **E há a questão da outorga conjugal.** Aval prestado sem consentimento do cônjuge tem discussão própria sobre validade e sobre a extensão da responsabilidade ao patrimônio comum, **e ela deve ser levantada na diligência**, não depois.

⁸ Elaboração Revenaz. Exposição de R\$ 34 milhões, com prazo médio remanescente de quatro anos.

⁹ Com 10% de probabilidade, o valor esperado é de R\$ 3,4 milhões, ou 2,9% do que o vendedor recebeu. **Não existe cenário em que ele perde R\$ 3,4 milhões.** O número é uma média entre perder zero e perder tudo.

As cinco saídas, e a que não funciona

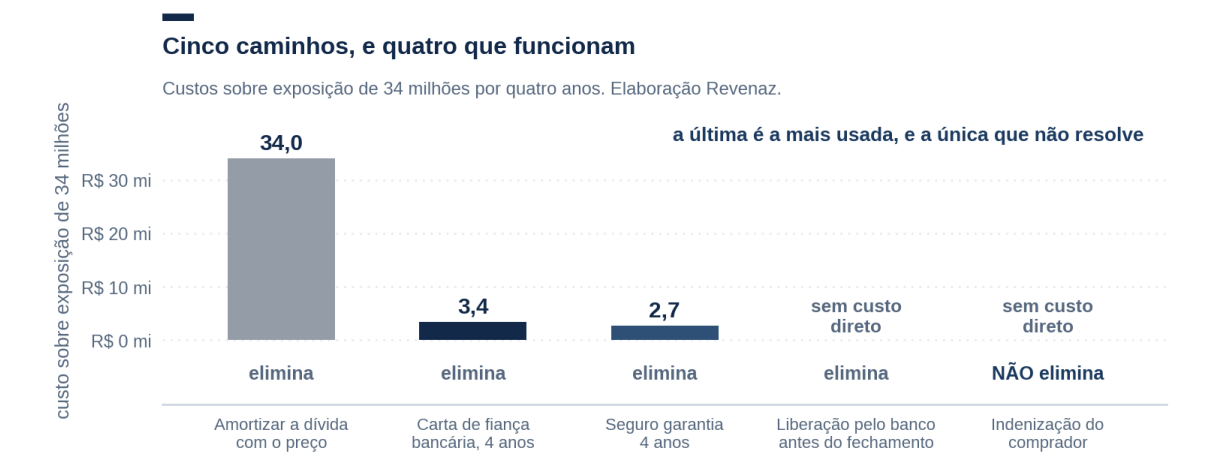


Figura 5 — Custo e efeito de cada alternativa. Elaboração Revenaz.

Alternativa	Custo	Elimina o aval?	Observação
Liberação pelo banco	Depende da negociação	Sim	É a única solução completa e sem custo direto
Amortizar a dívida com o preço	R\$ 34,0 milhões	Sim	Custo integral. Reduz o líquido na mesma proporção
Carta de fiança bancária	R\$ 3,4 milhões em quatro anos	Sim, perante o banco	Cerca de 2,5% ao ano. Exige limite de crédito do vendedor
Seguro garantia	R\$ 2,7 milhões	Sim, perante o banco	Cerca de 2% ao ano. Sujeito a análise da seguradora
Retenção de parte do preço	Custo de oportunidade	Não	Cobre o risco financeiro, e o aval permanece
Indenização contratual	Sem custo direto	Não	A mais usada, e a que não resolve

5.1 A correlação que anula a solução mais comum

O direito de regresso vale menos justamente quando é acionado

A indenização contratual depende de um comprador que, nesse momento, é insolvente. Elaboração Revenaz.

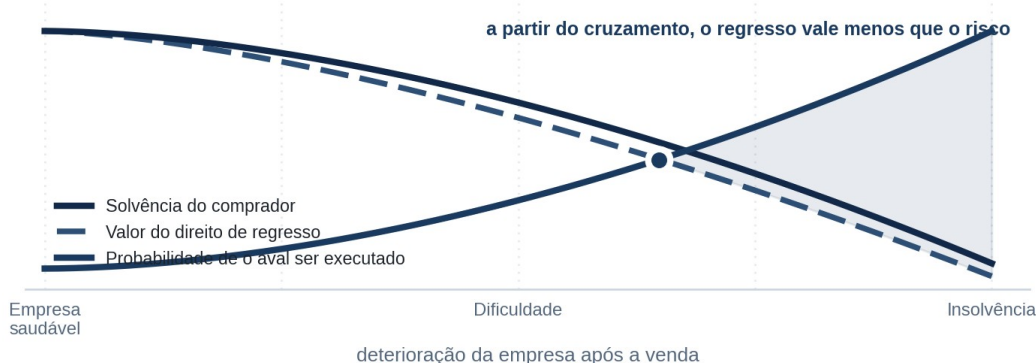


Figura 6 — Solvência do comprador, valor do regresso e risco de execução. Elaboração Revenaz.

A cláusula de indenização é a solução padrão dos contratos brasileiros, e ela tem um defeito estrutural.¹⁰ **Ela não elimina o aval perante o banco.**¹¹

A correlação é perversa e quase perfeita. A garantia que o vendedor recebe **perde valor exatamente na medida em que ela se torna necessária**. Aceitar indenização contratual como única proteção é aceitar uma garantia que vale muito quando não é usada e pouco quando é. **É o oposto do que se quer de um seguro.**

- **Ela não é inútil, e registro isso.** Contra comprador estratégico solvente e de porte muito superior, a indenização funciona na prática, porque o cenário de insolvência é remoto.
- **O erro é usá-la como proteção única contra comprador de porte semelhante ou alavancado**, que é o perfil em que ela mais falha.
- **A combinação que funciona** é indenização contratual **somada** a garantia real ou a instrumento bancário, de modo que o vendedor tenha um direito que não dependa da solvência do devedor.

5.2 A ordem de preferência

Ordem	Solução	Quando ela é possível
Primeira	Liberação pelo banco, com aval do comprador	Quando o comprador tem patrimônio e risco de crédito comparáveis ou melhores
Segunda	Amortização da dívida com parte do preço	Quando a dívida é pequena em relação ao preço, e o vendedor aceita reduzir o líquido
Terceira	Carta de fiança bancária ou seguro garantia	Quando o vendedor tem limite de crédito ou perfil aceito pela seguradora
Quarta	Retenção de parte do preço em conta vinculada	Quando nada acima é viável, e o comprador aceita
Última	Indenização contratual isolada	Nunca como proteção única , pelas razões da seção 5.1

A ordem não é de custo, é de robustez. A amortização é a mais cara e vem em segundo lugar porque **elimina o problema de forma definitiva e não depende de terceiro**. A carta de fiança custa menos e depende de o vendedor ter limite bancário disponível, que nem sempre tem depois de vender a empresa que sustentava o relacionamento.

¹⁰ Ela obriga o comprador a manter o vendedor indene, o que gera **direito de regresso**, e não liberação. Perante o credor, o vendedor continua avalista.

¹¹ **E o direito de regresso só vale se o comprador for solvente quando o aval for executado.** A Figura 6 mostra o problema: **o aval é executado justamente quando o comprador não é solvente**, porque é a insolvência da empresa que dispara a execução.

O sequenciamento



Figura 7 — Poder de barganha do vendedor ao longo da operação. Elaboração Revenaz.

O momento de resolver o aval não é o fechamento.¹² É antes de assinar, e a alavanca cai pela metade no instante em que a assinatura ocorre.¹³

Etapa	O que fazer	Por que nesta etapa
Carta de intenções	Incluir a liberação das garantias pessoais entre as condições	Custa nada agora, e é impossível depois
Diligência	Levantar cada aval, cada credor e cada valor	O comprador levanta o passivo da empresa, e não a garantia do vendedor
Antes de assinar	Protocolar o pedido de liberação em cada banco	O prazo bancário é de semanas a meses, e ele corre em paralelo
Assinatura	Liberação como condição precedente ao fechamento	É a proteção mais forte disponível
Entre assinar e fechar	Negociar substituição, com carta de fiança como alternativa	A alavanca já caiu, e o custo aparece
Fechamento sem liberação	Reter parte do preço e contratar instrumento bancário	É remediação, e não solução
Após o fechamento	Acompanhar a dívida e cobrar o comprador	Restam quinze por cento da alavanca original

A segunda linha merece ênfase porque é onde a casa mais agrega. A diligência de uma operação é desenhada para proteger o comprador, e ninguém no processo tem a tarefa de levantar as garantias pessoais do vendedor. É trabalho que só é feito se alguém do lado do vendedor o fizer, e ele custa horas.

¹² Elaboração Revenaz. Escala indicativa, construída a partir da posição negocial em cada etapa.

¹³ Antes de assinar, o vendedor pode não assinar. É a única alavanca que ele tem, e ela vale mais do que qualquer cláusula. Depois de assinar, ele está vinculado e o comprador sabe disso.

Quando recusar

O que fazer, por exposição e por risco do comprador

O quadrante superior direito é o único em que a recusa é a resposta. Elaboração Revenaz.

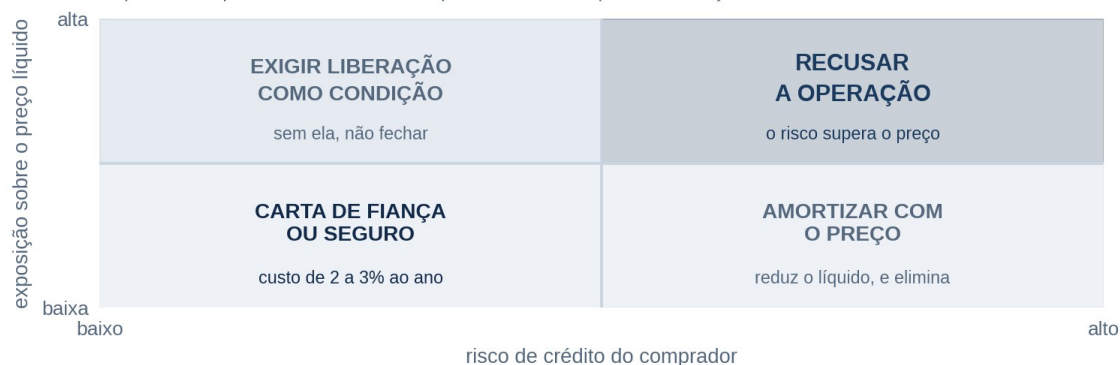


Figura 8 — O que fazer, por exposição e por risco de crédito do comprador. Elaboração Revenaz.

Há um quadrante em que a resposta correta é não fechar, e ele existe.¹⁴

Situação	Recomendação	Fundamento
Exposição alta, comprador de bom risco	Exigir liberação como condição precedente	O banco tende a aceitar a troca, e o custo é de prazo
Exposição alta, comprador alavancado	Recusar a operação como está	O risco de ruína supera o ganho da venda
Exposição baixa, comprador de bom risco	Carta de fiança ou seguro garantia	Custo de 2 a 3% ao ano é absorvível
Exposição baixa, comprador alavancado	Amortizar com o preço	Reduz o líquido, e elimina o problema

- **A segunda linha é a única em que a recomendação é recusar**, e ela existe porque há operações em que o vendedor recebe menos, em risco ajustado, do que tinha antes de vender.
- **Recusar não significa desistir.** Significa **não fechar como está** — e a alternativa costuma ser amortizar a dívida com parte do preço, o que reduz o valor recebido e elimina a exposição.
- **E há o caso em que o comprador se recusa a colaborar.** Se ele não aceita nem obter a liberação, nem contratar instrumento bancário, nem aceitar amortização, **isso é informação sobre o comprador**, e deveria pesar na decisão de vender para ele.

¹⁴ Elaboração Revenaz. Exposição medida sobre o preço líquido, e risco de crédito avaliado sobre o comprador e a estrutura de aquisição.

As lacunas

#	O que não pude confirmar	Consequência
1	Proporção do crédito a empresas médias com garantia pessoal do sócio	A premissa de 85% da Figura 1 é construída. Não há levantamento público brasileiro
2	Estatística de execução de avais e fianças	Não se sabe com que frequência a garantia é efetivamente acionada
3	Taxa de sucesso dos pedidos de liberação junto a bancos	A Parte III descreve os incentivos, e não mede o desfecho
4	Efeito do aval sobre o spread cobrado	Impede calcular quanto o banco perde ao liberar, que é o que ele precifica
5	Prazo médio de tramitação do pedido de liberação	A Parte VI recomenda começar cedo sem poder dizer quão cedo

A primeira lacuna é a mais consequente e a mais surpreendente. O Banco Central publica dados detalhados de crédito por modalidade, prazo e taxa. Não publica a composição de garantias, e por isso não se sabe qual parcela do crédito ao mercado médio brasileiro está apoiada em patrimônio pessoal de sócio. É informação que existe nos sistemas e não circula, e ela mudaria a discussão pública sobre risco de crédito no país.

8.1 Por que a primeira lacuna importa além deste documento

- Sem saber quanto do crédito ao mercado médio depende de patrimônio pessoal de sócio, não se mede o risco real do sistema, nem o efeito de uma crise sobre as famílias empresárias.
- E não se avalia a política pública. Fundos de aval institucional existem justamente para reduzir essa dependência, e sem a medição não há como saber se estão funcionando.
- Para a casa, a consequência é operacional. A premissa de 85% da Figura 1 é construída, e cada operação exige o levantamento caso a caso — que é precisamente o serviço descrito na Parte IX.

As cinco lacunas têm a mesma natureza, e vale nomeá-la. Nenhuma delas depende de pesquisa difícil ou de acesso privilegiado. São dados que os bancos possuem, que o regulador coleta e que ninguém consolida em série pública. A ausência não decorre de complexidade técnica; decorre de ninguém ter assumido a tarefa.

O mandato

As oito partes anteriores descrevem o problema. Esta descreve o que a casa faz nele, **e começa pelo que não faz**.¹⁵

9.1 O que fica fora

- **Parecer sobre a validade ou a extensão de qualquer garantia.** Matéria privativa de advogado, e é onde reside o risco desta parte.
- **Redação da cláusula de indenização ou da condição precedente.** Entregamos a especificação, e o advogado redige.
- **Negociação direta com o banco em nome do cliente,** que depende de procuração e de relação bancária própria.

9.2 O que fazemos

Frente	O que entregamos
O levantamento das garantias	O mapa de cada aval e fiança prestada, por credor, valor, prazo e instrumento, que é trabalho que ninguém mais faz na operação
A quantificação da exposição	O cálculo da Figura 1 aplicado ao caso, com a exposição sobre o preço líquido
O teste do quadrante	O posicionamento na Figura 8, por exposição e por risco de crédito do comprador
O desenho da solução	Comparação de custo entre liberação, instrumento bancário, amortização e retenção
O sequenciamento	O calendário da Figura 7, para que o pedido de liberação corra em paralelo à negociação

9.3 As seis perguntas antes de assinar

#	Pergunta	Por que ela decide
1	Quanto do passivo tem garantia pessoal, e de quem?	É a pergunta que ninguém faz, e sem ela não há diagnóstico
2	É aval ou fiança?	Define se existe saída unilateral, conforme a Parte II
3	O comprador tem patrimônio para substituir o aval?	Se tiver, o problema se resolve sozinho
4	A liberação está entre as condições precedentes?	É a proteção mais forte, e custa nada na carta de intenções
5	Se não vier, qual instrumento cobre?	Carta de fiança ou seguro, a 2 a 3% ao ano
6	A indenização contratual é a única proteção?	Se for, o vendedor não está protegido, conforme a Parte V

Elaboração Revenaz. A primeira pergunta deveria ser feita anos antes da venda. Um controlador que sabe que vai vender em algum momento pode, ao longo do tempo, migrar dívida avalizada para dívida com garantia real, e chegar à mesa com exposição pessoal reduzida. Depois que a operação começa, o custo de fazer isso é muito maior. Este documento não é parecer jurídico.

¹⁵ Elaboração Revenaz. Escopo, prazo e remuneração são negociados caso a caso.

REVENAZ

ASSESSORIA

Mergers & Acquisitions · Debt Capital Markets · Special Situations

Revenaz Assessoria Ltda.

Sócio responsável: Tiago H. dos Santos

www.revenaz.com · **th@revenaz.com**

Ribeirão Preto, São Paulo — Brasil

Documento institucional de circulação restrita. Não constitui parecer jurídico, contábil ou tributário. Dispositivos legais e entendimentos jurisprudenciais devem ser conferidos em fonte primária antes de qualquer uso formal. Modelos e casos são elaboração própria sobre premissas declaradas no corpo do documento.

© 2026 Revenaz Assessoria Ltda. Todos os direitos reservados.