

MAURO RODRIGUES PENTEADO

EDUARDO SECCHI MUNHOZ

(*Coordenadores*)

# MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

DOCTRINA, CASES & MATERIALS

## Prólogo – Paulo Salvador Frontini

Aline Vieira Delmondes Araújo	Leonardo Adriano Ribeiro Dias
Ana Carolina Barbuio	Luiz Eduardo Malta Coradini
Ana Carolina Cabana Zoricic	Luís A. Negrelli de Moura Azevedo
André Marques Francisco	Maiara Madureira
Andréia Cristina Bezerra	Maria da Glória F. Almeida Prado
Angélica Ramos de Frias	Maria Fernanda C. A. R. Cury
Camilla Ribeiro Martes	Maria Isabel Carvalho Sica Longhi
Daniel de Avila Vio	Paulo Leonardo Casagrande
Esther Seiko Yoshinaga	Ricardo Peres Freoa
Emerson Soares Mendes	Roberto F. Vesterman Alcalde
Fernanda de Fátima Borges	Roberto Panucci Filho
Fernando de Andrade Mora	Sabrina Maria Fadel Becue
Francisco Luiz P. Hora	Taini Haensel
Laura Arnaral Patella	Thiago José da Silva
Lucas Petri Bernardes	Tiago Caçô Vinhas
Leandro Vilarinho Borges	Tiago Gomes Cunha

Editora *Quartier Latin* do Brasil

Rua Santo Amaro, 316 - CEP 01315-000

Vendas: Fone (11) 3101-5780

Email: [quartierlatin@quartierlatin.art.br](mailto:quartierlatin@quartierlatin.art.br)

Site: [www.quartierlatin.art.br](http://www.quartierlatin.art.br)

TODOS OS DIREITOS RESERVADOS. Proibida a reprodução total ou parcial, por qualquer meio ou processo, especialmente por sistemas gráficos, microfilmáticos, fotográficos, reprográficos, fonográficos, videográficos. Vedada a memorização e/ou a recuperação total ou parcial, bem como a inclusão de qualquer parte desta obra em qualquer sistema de processamento de dados. Essas proibições aplicam-se também às características gráficas da obra e à sua editoração. A violação dos direitos autorais é punível como crime (art. 184 e parágrafos do Código Penal), com pena de prisão e multa, busca e apreensão e indenizações diversas (arts. 101 a 110 da Lei 9.610, de 19.02.1998, Lei dos Direitos Autorais).

Editora *Quartier Latin* do Brasil  
São Paulo, inverno de 2012  
[quartierlatin@quartierlatin.art.br](mailto:quartierlatin@quartierlatin.art.br)  
[www.quartierlatin.art.br](http://www.quartierlatin.art.br)

DIREITO COMERCIAL  
RINA IORTICA

**CONFLITO DE INTERESSES. IMPEDIMENTO DE DIREITO DE VOTO E CONFLITO MATERIAL. INTERPRETAÇÃO DO ART. 115, §1º DA LEI DAS SOCIEDADES POR AÇÕES**

*Andréia Cristina Bezerra*

*Luiz Eduardo Malta Corradini,*

*Maria da Glória Ferraz de Almeida Prado*

*Maria Fernanda C. A. R. Gury*

**I. INTRODUÇÃO**

Em 9 de setembro de 2010, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) julgou o Processo Administrativo nº RJ 2009-13179 (Caso Tractebel) profereindo decisão segundo a qual a GDF Suez Energy Latin America Participações (GDF), sociedade controladora da Tractebel Energia S.A. (Tractebel), estaria impedida de votar na assembleia que deliberasse a compra, pela Tractebel, das ações da Suez Energia Renovável (SER) detidas pela GDF. No caso em tela, o colegiado da autarquia entendeu que havia conflito de interesses por parte da GDF para votar na referida assembleia, estando a GDF impedida de exercer seu direito de voto<sup>1</sup>. A CVM entendeu ainda que o impedimento de voto da controladora deveria ser mantido mesmo em vista da criação, pela Tractebel, de Comitê Especial Independente para Transações com Partes Relacionadas, nos moldes preconizados pelo Parecer de Orientação CVM nº 35, cuja atribuição seria analisar e negociar qualquer projeto ou proposta de aquisição, pela Tractebel, a uma parte relacionada, incluindo o acionista controlador, de novo empreendimento ou empresa, assegurando a definição independente das condições da transação, eliminar qualquer conflito de interesse material nas deliberações finais de sua aprovação<sup>2</sup>.

1 Decisão do colegiado, por maioria de votos com aprovação dos diretores Alessandro Broedel; Marcos Pinto e Otavio Yazbek, além da presidente Maria Helena Santana. Voto vencido do diretor Eli Loria.

2 Nos termos do Parecer de Orientação CVM nº 35, de 1º de setembro de 2008, a CVM recomenda que, em operações de fusão, incorporação e incorporação de ações envolvendo sociedade controladora e suas controladas ou sociedades sob controle comum, um comitê especial independente seja constituído para negociar a operação e submeter suas recomendações ao conselho de administração.

Objeto de inúmeros comentários na mídia e pelo mercado, a decisão do Caso Tractebel reverteu o posicionamento da autarquia vigente por anos em matéria de conflito de interesses, que havia se consolidado no sentido de que o conflito de interesses deveria ser apurado *a posteriori*, *i.e.*, sempre depois de proferido o voto pelo acionista, sem que houvesse, portanto, impedimento de voto do acionista na assembleia<sup>3</sup>. Com a decisão do Caso Tractebel, a CVM retornou posicionamento antigo que havia sido adorado pela autarquia em caso semelhante no ano 2001 envolvendo a TIM<sup>4</sup>.

Em vista do exposto acima, o presente trabalho tem por escopo discutir a linha evolutiva do entendimento da CVM no que concerne à questão do conflito de interesses e as implicações, em termos de problemas práticos e grau de eficiência, que cada interpretação do art. 115, §1º, da LSA (Lei das Sociedades Anônimas) pode acarretar. Para atender a tal objetivo, optou-se por avaliar brevemente os três casos mais emblemáticos julgados pela CVM sobre o tema até se concluir com o entendimento atual da autarquia, evidenciado pelo Caso Tractebel. Exposta a linha evolutiva do pensamento da CVM, o presente trabalho passará à análise dos efeitos econômicos e práticos de cada um dos entendimentos. Para tanto, verificaremos os principais argumentos de cunho econômico utilizados para justificar uma e outra posição pela CVM, bem como elementos de doutrina e legislação estrangeira que nos ajudarão a avaliar vias alternativas às estratégias de regulação brasileira.

## II. LINHA EVOLUTIVA DO ENTENDIMENTO DA CVM

### II.1 CASO TIM

O inquérito administrativo CVM nº TA/RJ2001/4977 (Termo de Acusação), que tem como indicados a Tele Celular Sul Participações S.A. e o Sr. Alvaro Pereira de Moraes Filho, o chamado "Caso TIM", destaca-se como o primeiro caso em que foi trazida pela CVM, ainda que em voto vencido, a possibilidade da existência do conflito de interesses substancial no que tange à matéria societária.

Na assembleia geral extraordinária da CTMR Celular S.A. (CTMR), a sua controladora direta, a então indicada Tele Celular Sul Participações S.A.

(Tele Sul), votou favoravelmente ao pagamento de 1% (um por cento) da receita líquida a título de *royalties* pelo uso da marca TIM à sua controladora direta (e controladora indireta da CTMR). Vale destacar que não apenas a Tele Sul votou em tal sentido, mas também o fez todos os acionistas presentes, o que faz, desde logo questionar qual seria o conflito.

A Superintendência de Relações com Empresas (SEP) propôs a instauração de Termo de Acusação para verificar possível abuso de poder, conflito de interesses e autorização para celebração de contrato com a controladora indireta sem que se comprovasse que tal contrato foi realizado em condições equitativas com o mercado, conforme exigido por lei – o que foi aprovado pelo Colegiado da CVM. A grande questão jurídica analisada refere-se ao fato de que o acionista controlador Tele Sul proferiu voto em deliberação na qual poderia ou não estar em conflito de interesses em razão da extração de benefício particular. Para o presente estudo, importa verificar se, no caso, houve ou não a situação denominada "conflito de interesses". Sobre o conceito e problemática do benefício particular, o caso Duratex *versus* Satipel, (item II.3., abaixo), tratará de forma pormenorizada do tema.

A diretora Norma Parente, em seu voto vencedor, acredita que a extração do benefício particular da celebração do contrato de *royalties* pelo controlador é patente, pelo fato de o acionista figurar nos dois lados do contrato, como uma "negociação consigo próprio". Em razão de tal fato, acredita que, mesmo se o contrato proposto na deliberação for realizado em condições equitativas com o mercado, como deve ser por disposição legal, todas aquelas deliberações que puderem oferecer benefício para os acionistas controladores em razão de duplo interesse desse controlador, são situações em que há o conflito de interesse.

Ainda, segundo o voto da diretora, a expressão "conflito de interesses" deve ser entendida em sentido *lato*, abrangendo qualquer situação em que o acionista negocie com a companhia. Visto isso, há de se apontar a clara opção da diretora no caso julgado, a saber, a de que o conflito de interesses regulado pela LSA deve ser interpretado como hipótese de conflito formal, identificada anteriormente à própria deliberação, apenas pelo fato de que o acionista negociará com a companhia. Ainda, aponta que a simples verificação de tal situação já deveria ser impeditiva de exercício de voto.

<sup>3</sup> Nesse sentido, vide, por exemplo, o Processo Administrativo Sancionador CVM nº TA/RJ2002/1153, analisado neste artigo, e também o Processo nº 2004/5494.

<sup>4</sup> Inquérito administrativo CVM nº TA/RJ2001/4977, também analisado neste artigo.

<sup>5</sup> Voto da diretora Norma Parente, Inquérito Administrativo CVM nº TA/RJ2001/4977, item 10.

No caso, vale ressaltar que a administração da CTMR deveria ter demonstrado, principalmente por meio de disponibilização de documentos à assembleia, que o contrato de *royalties* proposto era comutativo e equitativo com as práticas de mercado, sem haver favorecimento efetivo ao controlador – o que jamais foi feito. A não comprovação indicada importaria prejuízo aos minoritários, a quem não seria dada a oportunidade de discutir as condições estipuladas no contrato a ser aprovado ou não.

Ainda, no mesmo voto, o fato de todos os acionistas presentes na assembleia terem votado favoravelmente ao contrato de *royalties* proposto e as outras formalidades legais terem sido cumpridas não torna a deliberação válida. Isso porque, argumenta a diretora, o imprescindível é que a matéria contratual a ser deliberada seja mostrada aos acionistas como equitativa, sem favorecimento ao controlador e como um contrato de interesse para a companhia.

Resumidamente, é possível extrair do voto da diretora relatora do Caso TIM algumas conclusões importantes. Primeiramente, os interesses que podem estar em conflito são os interesses da companhia enquanto uma instituição *per se* e os interesses próprios do acionista controlador. Ainda, com relação ao art. 115, §1º, da LSA, se verificada a possível situação de conflito de interesses, entende a diretora que a lei preocupa-se em proibir o voto anteriormente à sua realização em sede de assembleia, ou seja, a lei vedaria o voto tão logo fosse verificado conflito de interesses formal. Assim, o acionista controlador já estaria proibido de exercer seu direito de voto, mesmo se verificando as condições equitativas e de não favorecimento da relação contratual a ser deliberada.

O diretor Luiz Antônio de Sampaio Campos declarou seu voto vencido, no sentido de interpretar o dispositivo em questão como hipótese de conflito material de interesses, de tal forma que a situação de conflito de interesses deveria ser verificada em cada caso concreto e posteriormente à realização da assembleia. O diretor, com fundamentos trazidos por José Alexandre Tavares Guerreiro<sup>6</sup> e por Erasmo Novaes de França Valladão<sup>7</sup>, firmou seu entendimento,

6 Para quem "não existem conflitos de interesse em potência, mas ao contrário, que estes só entram no mundo jurídico através de expressões concretas, apreciadas em cada caso e conforme circunstâncias. (...) A vantagem, esta sim, pode ser potencial para o acionista (ou prejudicial à sociedade), mas não é preciso a prova do dano para anular a deliberação viciada" (GUERREIRO, José Alexandre Tavares, *Conflitos de Interesse entre Sociedade Controladora e Controlada e entre Coligadas, no Exercício do Voto em Assembleia Gerais e Reunidas Societas*. In *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, nº 51, pp. 29-33).

7 Para quem a legislação societária brasileira não visou um conceito formalista da situação de conflito de interesses, não podendo este ser verificado de modo apriorístico. O conceito dado pela lei deveria,

portanto, de que o conflito de interesses deve ser verificado de forma substancial. Para tanto, argumenta que o direito de voto é regra imposta pela LSA e que a restrição a este direito deve ser vista como exceção. Em razão disso, em situações em que pode ser verificado conflito de interesses, a lei possui recomendação expressa de que se persiga o interesse social, já que não se pode pressupor que o acionista possivelmente interessado em extrair benefício privado do seu poder de controle de certa companhia necessariamente o faça. Por isso, o próprio acionista controlador deverá realizar julgamento de sua própria situação, já que, logicamente, somente o próprio acionista saberá se votará de forma a se beneficiar indevidamente e atingir seus interesses particulares<sup>8</sup>.

## 11.2 CASO PREVI

No Processo Administrativo Sancionador CVM nº TA/RJ2002/1153, julgado em 6 de novembro de 2002, verificou-se a possibilidade de a Previ e a Sistel, na qualidade de acionistas da Tele Norte Leste Participações S.A. (TNLP) votarem na assembleia geral da TNLP que aprovou a celebração de um contrato entre a Telemar Participações S.A. (Telemar), controladora da TNLP, e as concessionárias controladas pela TNLP. Para tanto, a CVM mudou seu posicionamento quanto à finalidade do art. 115, §1º, da LSA, passando a interpretá-lo como hipótese de conflito material de interesses.

Em linhas gerais, a Previ e a Sistel possuíam tanto participação direta na controlada TNLP quanto indireta na controladora Telemar, o que configuraria o interesse conflitante para votar sobre o contrato entre aquelas empresas (TNLP e Telemar). A Previ e a Sistel detinham, juntas, 77,84% do capital do fundo FCF, controlador da Fiago Participações S.A. (Fiago), que possui 19,90% do

emão, ser extraído da definição de voto abusivo dada pela letra do próprio artigo 115 da Lei das S.A. Isso porque, explica o jurista, o interesse ainejado pela companhia é aquele em que há a satisfação do interesse social. O voto que, concretamente, não almeja a esse fim ou é simples causador de dano e prejuízo à companhia ou é um voto a fim de obter vantagem indevida com risco de prejudicar a companhia, sendo exercido de modo oposto "aquele interesse comum" (FRANÇA, Erasmo Valladão de Azevedo e Novaes. *Conflito de Interesses nas Assembleias de S.A.* São Paulo: Malheiros, 1993, p. 93). Em comentário sobre o Caso TIM, o Prof. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França entende que caso a CVM tivesse se atentado a uma ordem lógica de questionamentos e de raciocínio, não teria decidido de forma errônea, como ocorreu ao responsabilizar os indicados e aplicar-lhes a penalidade de multa por infração a determinados dispositivos legais, dentre os quais o art. 115, §1º da Lei das Sociedades por Ações ("LSA") (FRANÇA, Erasmo Valladão de Azevedo e Novaes. *Acionista Controlador – Impedimento ao Direito de Voto*. In *Revista de Direito Mercantil, Industrial e Econômico*, nº 125, 2002, pp. 139-172).

8 A esse respeito, diz o diretor em sua declaração de voto: "Não se pode nem mesmo atástar a hipótese de que um acionista detentor de interesse irreconciliável com o da companhia, ao cabo, opte pelo interesse social" (Inquérito Administrativo CVM nº. TA/RJ2001/4977, voto do diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos, § 20º).

capital da Telemar. Considerada individualmente, a Friago é a segunda maior acionista da *holding*.

Em 30 de novembro de 1999, foi realizada assembleia geral extraordinária da TNLP, na qual os acionistas aprovaram um Acordo de Prestação de Serviços Gerenciais, que seria celebrado entre a Telemar, sua controladora, e as companhias concessionárias. Em função de participação indireta na Telemar, através da Friago, a SEP identificou um possível conflito de interesses nos votos dos representantes da Previ e da Sistel, tendo em vista que para elas o acordo teria um impacto menor que para os demais acionistas e a deliberação não seria aprovada sem os seus votos e os dos fundos por elas controlados.

Diante disso, a SEP propôs a abertura de inquérito administrativo para a apuração completa dos fatos e a imputação de eventuais penalidades a seus responsáveis por eventual conflito de interesses em desrespeito ao parágrafo art. 115, § 1º, da LSA – o que foi aprovado pela CVM.

A diretora relatora do caso, Norma Parente, esboçou o mesmo entendimento aduzido no julgamento do Caso TIM (item II.1, acima). Nesse sentido, buscou estabelecer a diferença existente, em seu entender, entre voto abusivo e voto conflituoso. Com efeito, pretendeu a diretora traçar tal diferença, primordialmente, quanto ao momento de apuração do ilícito em cada caso, pelo que o *voto abusivo* somente poderia ser verificado posteriormente ao ato, em um controle substancial, ao passo que o *voto conflituoso* poderia ser constatado (e, portanto, obstruído) aprioristicamente. Em linhas gerais, o conflito de interesses, para a diretora, seria meramente formal em virtude de uma interpretação gramatical do art. 115, §1º, da LSA, que seria expresso ao determinar que “o acionista não poderá votar” em dada circunstância. Essa seria, então, a regra geral estabelecida pela LSA, cujas exceções podem ser encontradas de forma expressa na lei<sup>9</sup>.

9 As exceções estariam contempladas nos artigos 264 e 265 da LSA, respectivamente, poder de voto do controlador na incorporação da companhia controlada e poder de voto do controlador nas deliberações lastreadas na convenção de grupo. No sistema de proteção estabelecido pela LSA, sempre que o controlador puder votar nas deliberações em que tiver interesse conflitante será garantido ao dissidente o direito de recesso (no caso, pelos artigos 137, II e 270 da LSA). Nos demais casos, vige a regra geral de que o acionista está proibido de votar em quaisquer deliberações que puderem beneficiá-lo de modo particular ou em que tiver interesse conflitante com o da companhia. Haveria, então, uma proibição cautelar do exercício do poder de voto.

Com base na doutrina de Modesto Carvalho<sup>10</sup>, a diretora defendeu naquela oportunidade que o conflito de interesses entre o sócio e a sociedade não pode ser verificado casuisticamente e sempre ocorreria quando o acionista tivesse duplo interesse em relação a uma deliberação a ser tomada; bastando, portanto, uma mera possibilidade formal de confronto entre os interesses<sup>11</sup>. Nesse aspecto, haveria uma presunção legal de que, em colisão, prevaleceria para o acionista o seu objetivo particular, de sorte que, sempre que possa ocorrer a potencialidade de conflito, seria necessário o óbice de seu voto.

Ante o exposto, a diretora concluiu que, nesse caso concreto, haveria conflito de interesses entre, de um lado, Previ e Sistel, e de outro, TNLP, uma vez que os dois fundos de pensão possuíam participação tanto na controladora (Telemar), através da Friago, quanto na controlada (TNLP), de maneira direta. Nesse sentido, entendeu a diretora que inexistiria, em a Previ e Sistel, a necessária independência que se exige para aprovar a celebração do Acordo entre a Telemar e as concessionárias, controladas da TNLP, o que representaria, em última análise, em seu entender, um “negócio consigo própria”<sup>12</sup>.

Todavia, conforme já adiantado acima, o voto da diretora relatora foi vencido pelo voto do diretor Vladimir Castelo Branco Castro, que contou com o apoio dos votos dos demais diretores, Luiz Antônio de Sampaio Campos e Luiz Leonardo Cantidiano. O colegiado decidiu, por maioria, que o conflito de interesses deve necessariamente constituir um conflito substancial, estridente, colidente; um interesse inconciliável para que a regra do art. 115, §1º, da LSA

10 “A configuração do interesse conflitante, além as duas hipóteses tipificadas na lei, torna uma questão que a priori somente pode ser deslinhada através do critério forma. Impossível encerrar a questão casuisticamente. Tão só se pode configurar, na espécie, o conflito de interesses no sentido amplo e geral e no pressuposto da própria licitude do negócio jurídico”. (CARVALHO, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas* vol. 2. 2ª ed. São Paulo: Saraiva, 1998, p. 140).

11 “O conflito de interesses ocorre sempre que o acionista encontra-se em posição dupla frente à sociedade. Ao mesmo tempo em que ele possui o dever legal de votar em favor dos interesses da sociedade, surge o seu interesse privado na outra ponta, de modo que é impossível atender plenamente aos dois, sendo inevitável o sacrifício de um em nome do outro. Para evitar que o interesse social seja renunciado pelo acionista, a lei impediu que ele deliberasse nas assembleias em que possa haver conflito. (...) O conflito, na verdade, se estabelece na medida em que o acionista não apenas tem interesse direto no negócio da companhia, mas também interesse próprio no negócio que independe de sua condição de acionista por figurar na contraparte do negócio. Não precisa o interesse ser divergente ou oposto ou que haja vantagem para um e prejuízo para outro. A lei emprega a palavra conflito em sentido lato, abrangendo qualquer situação em que o acionista estiver negociando com a sociedade” (Voto da diretora relatora Norma Parente, Inquérito Administrativo RJ nº. 2002/1153, itens 31-32).

12 “é indiferente, para caracterizar o conflito, que o interesse seja divergente ou oposto ou que haja vantagem para um e prejuízo para outro. A lei emprega a palavra conflito em sentido lato, abrangendo qualquer situação em que o acionista estiver negociando com a sociedade” (Voto da diretora relatora Norma Parente, Inquérito Administrativo RJ nº. 2002/1153, item 63).

seja aplicada<sup>13</sup>. Quando feita doutrina, dentre o que, Bulhões Pedreira<sup>14</sup>, a CVM traçou diferentes “tipos” de conflito de interesses que, por isso mesmo, teriam tratamento jurídico particular. Seriam tais “tipos”: (i) as hipóteses de conflito de interesses pontuais, proibições específicas e taxativas, em que haveria a presunção absoluta de conflito de interesses e, portanto, o impedimento *a priori* de voto; (ii) as hipóteses de conflito de interesses genérico, cujo tratamento deve ser aquele indicado pela doutrina e jurisprudência dominantes, pois dada a subjetividade da avaliação e a largueza do conceito, seria impensável que a avaliação primeira do conflito de interesses fosse apriorística. Havendo, portanto, tal diferenciação, acaso o conflito de interesses fosse interpretado como formal indistintamente, não teria nenhum sentido prático as três primeiras hipóteses do §1º do art. 115 da LSA. No mais, a opção pela interpretação do dispositivo legal como hipótese de conflito formal de interesses afastaria a presunção de boa-fé, presunção geral do Direito Societário e Civil.

Por fim, a decisão do colegiado atentou-se para o fato de que o impedimento de voto, no caso do acionista controlador, retiraria de suas mãos a decisão primeira sobre o interesse social, “muito embora seja ele quem estivesse em melhor condição para julgar a adequação de determinada deliberação ao interesse social, pois, ao menos teoricamente, é ele quem, dentre os acionistas, melhor conhece a situação da companhia”<sup>15</sup>. Em regra, seria ele também quem sofreria em maior proporção o acerto ou desacerto da decisão. Nesse sentido, “a verificação *a posteriori*, ao invés de trazer desarmonia e insegurança à atividade empresarial, assegura que as sociedades não fiquem à mercê de minorias muitas vezes não representativas e que prossigam deliberando fiéis ao princípio do

13 “Em outras palavras, não basta que haja uma duplicidade de interesses no voto do acionista. Para que se caracterize o conflito de interesses mencionado na lei, tal duplicidade deve implicar obrigatoriamente um choque de interesses, uma colisão entre o interesse social e o do acionista, de sorte que um não poderia prevalecer sem outro” (Voto do diretor Luiz Antônio Sampaio Campos, Inquérito Administrativo RJ nº. 2002/1153, item 14).

14 Para quem o “interesse conflitante significa interesse oposto, contrário, incompatível ou colidente. Não é apenas interesse diferente ou distinto que pode ser, inclusive, coincidente com o da companhia, ou complementar a este: é válido o voto proferido pelo acionista no interesse da companhia, ainda que na deliberação tenha outro interesse próprio, distinto do da companhia, desde que não seja com este conflitante”. Além disso, “a existência do conflito de interesses potencial autoriza a suspensão, mas não a certeza da violação da norma legal que prescreve ao acionista o dever de votar no interesse da companhia, e não em interesse extra social oposto ao da companhia. O ato ilícito consiste em votar em interesse contrário ao da companhia, e não em votar tendo um interesse extra social” (In Parecer apresentado pela Previ e Sistel no caso em epígrafe, referido no Voto do diretor Luiz Antônio Sampaio Campos, Inquérito Administrativo RJ nº. 2002/1153, item 20).

15 Voto do diretor Luiz Antônio Sampaio Campos, Inquérito Administrativo RJ nº. 2002/1153, item 79.

majoritário”<sup>16</sup>. Para entender que haveria proibição de voto e que, portanto, o voto proferido teria sido ilegal, deveria ter restado comprovado que efetivamente o interesse social foi sacrificado, em uma análise posterior ao proferimento do voto (conflito de interesses material) e isso jamais ocorreu no caso concreto, de sorte a estabelecer que Previ e Sistel não estariam em conflito de interesses ao votarem na deliberação em referência.

### 2.3. CASO DURATEX

Posteriormente ao Caso Previ (item II.4, acima), a CVM passou a entender que o acionista não estava impedido de votar em assembleia que deliberasse sobre contrato celebrado entre ele e a companhia.

Apenas após dois anos, todavia, iniciou-se mais uma vez significativa modificação nas orientações da CVM. Em 18 de agosto de 2006, foi editado o Parecer de Orientação CVM nº 34 (Parecer 34), segundo o qual o acionista controlador está impedido de votar nas operações de incorporação de controladas que prevejam relações de substituição distintas para acionistas controladores e não controladores ou para diferentes espécies de ações. Embora o referido Parecer discipline situação bastante peculiar, a saber, operações de incorporação e incorporação de ações com relações de troca designais, ele teve um efeito bem mais amplo, uma vez que utilizou outro fundamento para sustentar o impedimento de voto nas hipóteses tratadas no Parecer 34, o acionista está impedido de votar porque a decisão o beneficia de modo particular e não — ou não somente — porque ele tem um interesse conflitante com o da companhia.

Reforçando o quanto disposto no Parecer em comento, na data de 28 de julho de 2009, o Colegiado da CVM proferiu decisão, no âmbito do Processo RJ 2009-5811, que tratou da incorporação da Duratex S.A. (Duratex) pela Satipel Industrial S.A. (Satipel) (Caso Duratex). Nesse caso, o Colegiado da CVM decidiu que o impedimento de voto por benefício particular também se aplicava a situações em que relações de troca distintas haviam sido fixadas com base no percentual de 80% previsto no art. 254-A da LSA, pois se estaria diante de uma relação de troca mais favorável para as ações dos controladores da Duratex: 3,05360401 ações da Satipel para cada ação dos controladores e 2,54467001 para cada ação dos demais acionistas<sup>17</sup>.

16 Voto do diretor Luiz Antônio Sampaio Campos, Inquérito Administrativo RJ nº. 2002/1153, item 88.

17 A Duratex justificou tal disparidade informando que a relação de troca dos controladores foi negociada de forma independente pelas duas companhias e a relação de troca aplicável aos

No caso em tela, o diretor Marcos Pinto concluiu que: (i) os controladores da Duratex não poderiam votar na deliberação da assembleia geral sobre a incorporação pela Satipel por existência de benefício particular; (ii) em operações em que se estipulem relações de troca distintas, para ações de diferentes espécies ou classes, todos os acionistas beneficiados estarão impedidos de votar; e (iii) na hipótese do item (ii), se todos os acionistas estiverem impedidos de votar, a companhia poderá convocar assembleia especial para deliberar sobre a operação. A presidente Maria Helena Santana e o diretor Eliseu Martins acompanharam o voto do diretor Marcos Pinto.

O diretor Eli Loria, indo mais a fundo, declarou em seu voto que, mais do que configurar benefício particular ao acionista controlador da Duratex, o caso configuraria questões de ilegalidade, porquanto, em seu entender, tratar-se-ia de infração ao art. 115, §1º da LSA, que veda a existência de classes de ações ordinárias na companhia aberta, bem como infração ao art. 109, §1º da LSA, que determina direitos iguais aos titulares de ações da mesma classe. O diretor também ressaltou que o direito de *tag along* previsto no art. 254-A da LSA não poderia ser utilizado como fundamento para justificar a disparidade na relação de troca das ações, uma vez que tal direito destina-se a operações de alienação de controle e não de incorporação. O diretor Otávio Yazbek acompanhou o voto do diretor Eli Loria. Ao final da discussão, restaram vencidos os votos dos diretores Eli Loria e Otávio Yazbek, tendo a maioria do Colegiado deliberado no sentido do voto do diretor Marcos Pinto.

### II.3.1 ANÁLISE DOUTRINÁRIA DO CONCEITO DE BENEFÍCIO PARTICULAR

O Caso Duratex foi examinado e comentado por uma das maiores autoridades no assunto, o professor Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França (professor Erasmo), o qual apresenta alguns dos elementos que entende como essenciais para a compreensão do disposto no §1º do art. 115 da LSA, em especial, da expressão “benefício particular”. Analisando o caso a partir da especificação do que se deve compreender por benefício particular, cumpre verificar se a incorporação da Duratex pela Satipel confere ou não um benefício particular aos acionistas controladores.

Procuraremos nos posicionar sobre esta indagação, a partir do exame conjugado da LSA, do entendimento da CVM no Caso Duratex, do Parecer 34 e, especialmente, dos estudos do professor Erasmo sobre o tema, o qual buscou no Direito comparado esclarecer o sentido da nossa lei.

Iniciemos logo pelos ensinamentos do professor Erasmo, que, citando Dominique Schmidt<sup>18</sup>, aduz ser a vantagem particular<sup>19</sup> aquela que rompe o interesse comum dos sócios de obter enriquecimento pessoal da riqueza social, consubstanciada no patrimônio social e seus frutos. Entretanto, um direito sobre o patrimônio social e seus frutos não constitui efetivo benefício particular se não houver realmente um benefício, ou seja, um favor ao beneficiário, devendo haver, portanto, um elemento de liberalidade. Em outros termos, a vantagem particular é aquela que rompe a igualdade entre os acionistas, uma vez que é destinada apenas a alguns deles.

No que toca particularmente às operações de incorporação, ainda com fundamento nas lições de Dominique Schmidt, explica o professor Erasmo que não deve haver uma cumulação de procedimentos previstos em lei, isto é, a LSA estabelece regramentos distintos para dois grupos de situações: (i) o art. 115, §1º da LSA dispõe sobre determinadas hipóteses em que o acionista está proibido de votar – (a) laudo particular dos próprios bens, (b) aprovação das próprias contas e (c) benefício particular; (ii) para demais hipóteses, a lei prevê outros procedimentos, como ocorre no art. 264 da LSA, que estabelece regras específicas para operação de incorporação de controlada.

O Direito alemão também foi consultado pelo professor Erasmo. Segundo o professor, tendo como base os ensinamentos de Karsten Schmidt<sup>20</sup>, no Direito alemão existe uma diferenciação entre vantagens lícitas e ilícitas. As lícitas seriam aquelas previstas em lei ou no estatuto, tendo como elemento o caráter patrimonial (embora haja quem sustente ser prescindível esse requisito<sup>21</sup>) e

18 SCHMIDT, Dominique. *Conflicts d'intérêt dans la société anonyme*. Paris: Joly Editions, 2004, pp. 99-100.

19 O *Code de Commerce* francês se vale da expressão vantagem particular, correspondendo à expressão benefício particular na lei brasileira.

20 SCHMIDT, Karsten. *Gesellschaftsrecht*, 4ª ed., Köln: Carl Heymanns, 2002, p. 790 apud Erasmo Valladão Azevedo e Novaes FRANÇA. *Ainda o conceito de benefício particular: anotações ao julgamento do Processo CVM nº. RI-2009/5.811*. In Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, n. 149/150, jan./dez. 2008, p. 316.

21 HUFFER, Uwer. *Aktiengesetz. 7ª Ed*. München: Beck, 2006, n.º 1, p. 142 apud Erasmo Valladão Azevedo e Novaes FRANÇA. *Ainda o conceito de benefício particular: anotações ao julgamento do Processo CVM n. RI-2009/5.811*. In Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, n.º 149/150, jan./dez. 2008, pp. 316-317.

o *questio*, liberalidade. Já as ilícitas seriam aquelas decorrentes de abuso em detrimento da sociedade e de outros acionistas. Outra distinção do Direito alemão relaciona-se ao *negócio consigo mesmo* e *atos de organização*. Nesses últimos, em que estão incluídas as operações de incorporação, todos os sócios devem participar e decidir conjuntamente.

A partir dos fatores apresentados em cada um dos ordenamentos analisados e com base na interpretação sistemática da legislação brasileira, o professor Erasmo apresenta os elementos que julga essenciais na construção do conceito de benefício particular. Para o eminente jurista, benefício particular deve constituir "vantagem lícita", que pode ser concedida a um ou mais acionistas<sup>22</sup>. Além disso, deve haver um "favor" ao beneficiário que, na condição de acionista, mais receba do que dá, de modo a romper com o "princípio da igualdade" entre os acionistas. Ainda, não deve ser possível aferir, desde logo, o caráter comutativo do ato, devendo ele ser revestido de caráter aleatório. Por fim, deve possuir o ato um caráter de liberalidade, mesmo quando se trate de compensar serviços prestados.

Para o jurista, na hipótese de deliberação que beneficie o acionista de modo particular, estrá-se diante de um caso de *divieto di voto*, sendo nulo o voto proferido em desrespeito à proibição, independentemente de qualquer indagação acerca do conteúdo da deliberação ou de eventual prejuízo potencial ou atual, à companhia. Por todo o exposto, para que se verifique a existência de benefício particular em uma dada operação, especialmente naquelas que envolvam incorporação de companhias independentes (sobre as quais não se aplicam as regras estabelecidas no Parecer 3/4), deverão estar presentes os elementos (i) vantagem lícita; (ii) favor ao beneficiário; (iii) rompimento do princípio da igualdade entre os acionistas; (iv) caráter aleatório do ato; e, (v) liberalidade. E assim, uma vez configurado o benefício particular, defendemos a aplicabilidade do impedimento do direito de voto previsto no §1º do art. 115 da LSA, dada a inexistência de qualquer dispositivo ou preceito que pudesse afastar a sua incidência em operações de incorporação.

O mesmo assunto, quando analisado pela CVM, produz entendimentos dos mais diversos. Em uma breve síntese quanto ao que se entende por

"benefício particular", verificamos no Caso TIM um conceito extremamente amplo, segundo o qual o benefício do controlador decorreria do próprio contrato, por figurar nas duas pontas do acordo; razão pela qual deveria abster-se de votar independentemente de o contrato ser ou não equitativo. Em outros termos, tratar-se-ia de "negociação consigo próprio", em que o acionista teria duplo interesse. Ainda no Caso TIM, o voto vencido do diretor Luiz Antônio de Sampaio Campos defende que a questão do "benefício particular" decorre do tratamento do acionista na qualidade de acionista, e não em outra situação em que eventualmente se encontre, pois, nesta hipótese, entende haver "conflito de interesses". Para ele, referido benefício deveria ser apreciado no caso concreto e específico, de forma substancial e não formal, devendo-se permitir ao acionista votar, na suposição de que ele não falará com os deveres que lhe são impostos no art. 115, *caput*, e no art. 116, parágrafo único, na hipótese de ser acionista controlador.

Já no que se refere ao Caso Duratex *versus* Saipel, a CVM entendeu, nessa fase evolutiva de compreensão do tema, que o conceito de benefício particular deveria ser ainda mais amplo, sendo necessário abranger não apenas as vantagens atribuídas aos acionistas enquanto sócios da sociedade, mas também aquelas que não decorram da relação societária propriamente dita, como as advindas de eventuais contratos celebrados entre a companhia e o acionista<sup>23</sup>. Sobre este ponto, parece-nos que a delimitação do conceito elaborada pela doutrina do professor Erasmo não exclui as relações extrassociedades, ao contrário, estas relações também devem ser consideradas, desde que observados os elementos entabulados na definição de benefício particular.

O Caso Duratex trata, a bem da verdade, de operação aleatória ocorrida entre partes independentes, não se aplicando, por consequência, o quanto disposto no §3º do art. 264 da LSA. O que ocorreu no presente caso foi uma tentativa de conferir tratamento diferenciado entre ações de mesma classe, deixando de constituir uma "vantagem ilícita" – as vantagens ilícitas costumam ser classificadas pela doutrina como hipótese de conflito de interesses e não benefício particular, o que configuraria um "ato de mera liberalidade" que romperia com o "princípio da igualdade" (ambos elementos

22

O professor Erasmo exemplifica com o art. 84, VI da LSA: "Art. 4. O prospecto deverá mencionar, com precisão e clareza, as bases da companhia e os motivos que justifiquem a expectativa de bom êxito do empreendimento, e em especial: (...) VI – as vantagens particulares a que terão direito os fundadores ou terceiros, e o dispositivo do projeto do estatuto que as regular".

23

De acordo com o voto do Diretor Marcos Pinto, que determinou a decisão final do Colegiado da CVM no Caso Duratex, "a relação de troca prevista para a incorporação é mais vantajosa para os acionistas controladores, pois confere a eles um prêmio em relação aos demais acionistas. É óbvio, portanto, que a incorporação beneficia o controlador de modo distinto dos demais acionistas, o que é suficiente para caracterizar o benefício particular, de acordo com o art. 115, §1º".

contidos na definição de “benefício particular”). Nesse caso, portanto, diferentemente do posicionamento da CVM, entendemos que a questão do benefício particular torna-se secundária, em vista da ilegalidade de se atribuir relação de troca mais favorável para as ações dos controladores da Duratex. Desse modo, pela definição de “benefício particular” que adotamos, balizada na doutrina do professor Erasmo, o Caso Duratex não deveria constituir hipótese de benefício particular. Vale destacar que, ainda que assim não fosse, ao buscarmos entender ao caso as hipóteses de benefício particular apontadas no Parecer 34 (ainda que inaplicável, por se tratar de operação entre companhias independentes), tampouco poderíamos falar em benefício particular, pois, de acordo com o referido Parecer, o impedimento de voto existe para situações específicas<sup>24</sup>.

Embora a evolução do conceito de “benefício particular” não seja propriamente o objeto do presente artigo, buscamos demonstrar como esse instituto, tal qual o conceito de “conflito de interesses”, pode ser interpretado de maneiras diferentes pela doutrina e pela CVM, de sorte a ampliar ou limitar seu escopo de abrangência.

#### II.4 CASO TRACTEBEL — DECISÃO DA CVM

Como já dito na introdução do presente trabalho, ao julgar o Caso Tractebel, entendeu a CVM que a GDF, na qualidade de acionista e controladora da Tractebel, estaria impedida de votar na assembleia geral da Tractebel que deliberasse a compra das ações da SER detidas pela GDF. Diferentemente do caso Duratex, no Caso Tractebel, a decisão da CVM

não se deu em torno do conceito de benefício particular<sup>25</sup>, mas sim em função da própria abrangência e aplicabilidade do que se entenderia por “interesse conflitante com a da companhia” como hipótese de proibição de voto dos acionistas nos termos do art. 115, § 1º da LSA.

Na análise do Caso Tractebel, todos os votos abordaram, de uma forma ou de outra, a clássica distinção entre conflito de interesses formal e material. No primeiro caso, entende-se que o voto não deve ser proferido pelo acionista que esteja em potencial conflito de interesses com a companhia. Na segunda hipótese, defende-se que o conflito de interesses deve ser avaliado conforme as circunstâncias e conforme o voto proferido, *a posteriori*.

Em linhas gerais, defensores da análise formal do conflito de interesses associam tal conceito a uma situação em que o acionista que irá proferir seu voto encontra-se em uma dupla posição, na qual tenha interesses contrapostos aos da companhia, de forma que o conflito de interesses já existe mesmo antes de o acionista proferir o seu voto, independentemente do conteúdo do voto a ser proferido<sup>26</sup>. Assim sendo, o voto do acionista conflitado não deveria nem chegar a ser manifestado, razão pela qual a redação do próprio art. 115, §1º da LSA expressamente disporia que “o acionista não poderá votar nas deliberações da assembleia geral (...) em que tiver interesse conflitante com o da companhia”<sup>27</sup>. Argumentam ainda que uma análise material do conflito, *i.e.*, apenas após o voto ser proferido pela acionista, tornaria o conflito de interesses um conceito jurídico ocioso frente à proibição geral já existente para o abuso de direito<sup>28</sup>. Isso demonstraria, portanto, que a expressão “conflito de interesses” existiria em nossa legislação justamente para evitar, de antemão, que a companhia sofresse prejuízos em situações nas quais é grande o risco de que o acionista venha a atuar em

24

(i) caso as ações do acionista controlador, ou do proponente da operação, sejam detidas por sociedade cujo único ativo, ou único ativo relevante, sejam essas mesmas ações; a sociedade incorporadora e os seus acionistas (caso detenham participação direta na incorporada); (ii) caso a proposta de incorporação (ou incorporação reversa) considere uma relação de troca que atribua valor diferente às ações de emissão da incorporada que sejam de propriedade da incorporadora, e às demais ações da mesma espécie e classe de emissão da incorporada; (iii) que considere uma relação de troca que atribua valor diferente às ações de emissão da incorporada que sejam de propriedade da incorporadora, e às demais ações de emissão da incorporada, ainda que de espécie ou classe diversas, caso a diferença de valor não se baseie em taudos que considere os diferentes valores econômicos de cada uma das ações com base em critérios objetivamente verificáveis (como o fluxo futuro de dividendos descontado, ou as diversas cotações em mercados organizados); e, (iv) se for conferido o mesmo número de ações da incorporadora a todas as espécies e classes de ações de emissão da incorporada, mas o número de ações emitidas pela incorporada antes da operação for proporcionalmente superior ao número de ações da incorporadora de que ela seja titular antes do negócio, resultando, na prática, na mesma desproporção que determina a existência do benefício particular para a incorporadora.

25

Com exceção dos votos proferidos pela presidente Maria Helena Santana e pelo diretor Marcos Barbosa Pinto, que mencionam a questão do benefício particular a esse caso, mas posteriormente argumentam no sentido de que o acionista estaria de todo modo impedido de votar por se tratar de interesse conflitante com o da companhia, abandonando a argumentação em torno do benefício particular.

26

Nesse sentido, vide as palavras de Ovávio Yazbek no voto do Processo CVM RJ nº 2009/13179 “ainda que se siga a linha de que conflitos apenas podem ser identificados ao produzirem efeitos (...)”, isso não autorizaria dizer que um conflito só existe quando aquele efeito danoso tenha se produzido. O conflito já existia antes, os interesses contrapostos já existiam — difícil era a sua identificação.” Da mesma forma, Norma Parente no voto do Processo CVM RJ nº 2002/1153 diz: “conflito de interesses ocorre sempre que o acionista encontra-se em posição dupla frente a sociedade”.

27

Cf. votos do diretor Alessandro Broedel Lopes e Marcos Barbosa Pinto, Processo CVM RJ nº 2009/13179.

28

Cf. votos da presidente Maria Helena Santana e do diretor Marcos Barbosa Pinto, Processo CVM RJ nº 2009/13179.

benefício próprio e não em benefício da companhia, impedindo o voto do acionista confitado desde logo.<sup>29,30</sup>

Em sentido oposto, os adeptos da análise material do conflito de interesses argumentam que a legislação societária cobe o “abuso de direito” e o “ato emulativo” e que o conflito de interesses, portanto, estaria interligado a esses conceitos e relacionado ao *caput* do próprio art. 115 da LSA.<sup>31</sup> Dessa forma, o parágrafo deveria ser interpretado em vista do conceito de abuso tratado no *caput* do artigo. Além disso, uma análise formal do conflito de interesses atentaria contra a presunção de inocência do controlador e contra o direito essencial de voto dos acionistas. Mais ainda, os defensores de uma análise material do conflito de interesses argumentam que uma proibição *a priori* do conflito de interesses não estaria alinhada com a LSA, que prevê expressamente a relação entre sociedades coligadas, controladas e controladoras, não sendo justificável, portanto, que o legislador tivesse criado um sistema em que o voto do controlador estaria constantemente impedido.<sup>32</sup> Nesse mesmo diapasão, excepcionais em vista das necessidades do mundo econômico moderno que se caracteriza pela concentração empresarial.<sup>33,34</sup>

29 Cf. aqueles que adotam essa posição, a lei teria escolhido meio de tutela mais efetivo do que se desviar do interesse social. Para esse fim, a lei impediria desde logo o voto do acionista estiver em conflito de interesses com a companhia. Nesse sentido, vide voto do diretor Marcos Barbosa Pinto no voto do Processo CVM RJ nº. 2009/13179.

30 Há ainda muitos outros argumentos para defender uma posição de conflito formal de interesses. Entre os principais, podemos destacar: (i) a possibilidade da própria LSA limitar o direito de voto do acionista, provando que não há um caráter absoluto em tal direito; (ii) a desnecessidade de haver ocorrência de dano para que a deliberação possa ser anulada, o que difere da posição daqueles que defendem uma análise do ponto de vista material, segundo a qual o voto abusivo deveria necessariamente causar dano à companhia (cf. §4º do art. 115 LSA); (iii) dificuldade de haver reexame de deliberações, notadamente ser posteriormente revisito; e (iv) um alinhamento maior dos minoritários com a companhia porque, em uma situação de conflito, o acionista controlador que contrata com a companhia está numa situação de ainda mais conflituada, pois ganha mais justamente quanto mais perder a companhia.

31 São PAULO, Máliheiros, 1993, p. 93 e *Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa*. São Paulo: Malheiros, 2009, p. 342. No mesmo sentido, Leães descreve o voto conflituado “quando o acionista exerce seu poder de voto, orientando-o no seu interesse particular, não como sócio, mas como pessoa, com sacrifício do interesse social.” (LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Estudos e Pareceres sobre Sociedades Anônimas*. São Paulo: RT, 1989, p. 24), associando, portanto, o conflito de interesses com o efetivo exercício do voto em detrimento do interesse social.

32 São Paulo, Máliheiros, 1993, p. 93. *CT LEAES, Luiz Gastão Paes de Barros. Pareceres*. vol. I. São Paulo: Singular, 2004, p. 181.

33 Assim como na defesa do conflito formal, muitos outros argumentos podem ser levantados para justificar uma abordagem de conflito material de interesses. Entre eles destacamos: (i) princípio

No entanto, nos votos do Caso Tractebel parece surgir o que poderia ser considerada uma nova abordagem ou uma terceira via para a análise do tema do conflito de interesses. Segundo essa abordagem, a questão da análise do conflito não deve estar vinculada, em qualquer caso, a conclusões estanques divididas entre uma análise formal ou material do conflito de interesses.<sup>35</sup> De acordo com essa posição, inaugurada por Fábio K. Comparato, para que haja impedimento de voto “é mister que o conflito de interesses transpareça *a priori* da própria relação ou negócio sobre que se vai deliberar”.<sup>36</sup> Dessa forma, além dos casos expressamente indicados na LSA, é possível haver impedimento de voto nos casos em que o conflito seja evidente. Completa ainda o autor dizendo que, ainda que o conflito de interesses não transpareça de antemão, a proibição de voto ainda prevaleceria, podendo ser invocada por outros acionistas presentes na assembleia.<sup>37</sup> Assim, o conflito de interesses pode ser verificado “tanto *a priori*, nos casos em que possa ser facilmente evidenciado, quanto *a posteriori*, nas situações em que não transpareça de maneira reluzente”.<sup>38,39</sup>

A posição de Fábio K. Comparato, portanto, inauguraria uma terceira posição para a análise do conflito de interesses segundo a qual o que se deve analisar é a existência de um conflito aberto e evidente de interesses, caso em que o acionista estará impedido de votar, e casos em que não haveria esse conflito evidente, podendo o acionista preferir o seu voto em assembleia.<sup>40</sup> O autor complementa ainda dizendo que a hipótese de

da presunção de inocência do acionista controlador e o caráter essencial do direito de voto: (ii) subversão da regra da maioria das deliberações; (iii) o reconhecimento implícito no art. 117, §1º, “4º” da LSA de que o controlador pode votar, pois considera abuso de poder de controle “contratar com a companhia em condições de favorecimento ou não equitativas”; (iv) riscos de deixar a decisão nas mãos de minoritários desalinhados com a companhia, bem como os custos para obter a aprovação dos minoritários e sujeição ao poder de barganha dos minoritários, entre outros. Essa nova abordagem aparece no voto de todos os diretores dados no Caso Tractebel, com exceção do voto vencido do diretor Elí Loria.

35 COMPARTATO, Fábio Konder. *Controle conjunto, abuso no exercício do voto acionário e alienação indireta de controle empresarial*. São Paulo: Saraiva, 1990, p. 91.

36 Cf. COMPARTATO, Fábio Konder. *Controle conjunto, abuso no exercício do voto acionário e alienação indireta de controle empresarial*. São Paulo: Saraiva, 1990, p. 91.

37 O diretor Marcos Barbosa Pinto, propostadamente, não usa a distinção entre conflito formal e material. Para ele, “a verificação do conflito de interesses deve ser feita caso a caso e, nesse sentido muito restrito, o conflito de interesses previsto na lei é substancial”.

38 Em nosso entendimento, a posição de Fábio K. Comparato não representa, de fato, uma terceira posição propriamente dita, pois uma abordagem formalista para solucionar as questões de conflito de interesses também não prescinde que, em qualquer caso, seja feita uma análise concreta para verificar se há ou não conflito de interesses.

assinatura de contrato bilateral entre a companhia e o acionista, como acontece no Caso Tractebel, seria justamente uma dessas situações em que o conflito de interesses transparece *a priori*<sup>41</sup>.

Aplicando a teoria acima ao Caso Tractebel, o colegiado da CVM seguiu o entendimento de Fábio K. Comparato e determinou que um contrato entre a companhia e um acionista trará consigo sempre e necessariamente uma situação de conflito, natural da própria relação dos participantes e da estrutura bilateral a ser aprovada. Nessa situação, portanto, presume-se que os acionistas contratantes não poderiam votar na assembleia geral que delibere sobre o contrato de que são parte, estando a CDF impedida de votar na deliberação da Tractebel que fosse ratificar a compra das ações da SER por ela devidas.

O único voto dissidente ficou para o diretor Eli Loria que proferiu sua decisão sob uma perspectiva de análise de conflito material de interesses. Em síntese, argumentou o diretor que não há impedimento *a priori* de voto, sendo que o voto contrário ao interesse social é que é passível de anulação. Assim, o fato de estarem a companhia e acionista controlador em pontas opostas do contrato não significa que os mesmos estão em conflito, cabendo ser verificado se o preço está fixado em condições idênticas àquelas que a sociedade contrataria com parte não relacionada, tal qual a LSA determina aos administradores em seu art. 156, § 1º. O diretor faz uma análise da estrutura da legislação societária e da sua exposição de motivos para concluir que o controle *a priori* do voto inverte a lógica de prevalência da maioria eleita pela legislação societária e, conforme destacado em votos proferidos em casos anteriores, impede de votar aquele que sofrerá um impacto relevante da decisão e que possui melhor conhecimento dos negócios sociais<sup>42</sup>.

41 COMPARATO, Fábio Konder. *Controle conjunto, abuso no exercício do voto acionário e aliança indireta de controle empresarial*, São Paulo: Saraiva, 1990, p. 91. Em outro sentido, CUNHA PEIXOTO defende que "não é fácil a tarefa de afetar os interesses da sociedade e os do acionista para saber se existe ou não choque. A matéria é de fato e deve ser examinada em cada caso, pois, mesmo em uma operação de compra e venda, em determinadas condições, não se poderá dizer de antemão, se haverá antagonismos entre as partes." (CUNHA PEIXOTO, Carlos Fulgêncio da. *Sociedades por Ações: comentários ao Decreto-lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940, com as alterações da Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965, Lei do mercado de capitais*, v. 3, São Paulo: Saraiva, 1972-73, p. 81).

42 De acordo com o voto do diretor Eli Loria, a exposição de motivos da LSA, quando trata do tema do conflito de interesses, expressamente dispõe que "a lei deverá deter-se em alguns padrões necessariamente genéricos, deixando à prática e à jurisprudência margem para a defesa do minoritário sem inibir o legítimo exercício do poder da maioria". Para o diretor,

Um último fato que ainda merece atenção na análise do Caso Tractebel é a proposta da Tractebel de criação de um Comitê Especial Independente para Transações com Partes Relacionadas, nos moldes preconizados pelo Parecer de Orientação CVM nº 35 (Parecer 35). Esse comitê seria composto pelos administradores da Tractebel, em sua maioria independentes, incluindo membros do conselho de administração e da diretoria da companhia, e contaria com a participação de pessoas com especialização e conhecimento operacional do setor elétrico. As atribuições do referido comitê seriam de analisar e negociar qualquer projeto ou proposta de aquisição, pela Tractebel, a uma parte relacionada, incluindo o acionista controlador, de novo empreendimento ou empresa, seja mediante fusão, cisão, incorporação, incorporação de ações, compra e venda de ativos ou de ações, assegurando a definição independente das condições da transação, eliminando qualquer conflito de interesse material nas deliberações finais de sua aprovação<sup>43</sup>. Embora a postura da Tractebel tenha sido alvo de elogios pelos diretores da CVM que analisaram o caso, a maioria do colegiado entendeu que a criação de um comitê especial não solucionava o problema do conflito de interesses porque (i) não mitigava o conflito entre controlador e os minoritários; (ii) sob o ponto de vista jurídico, o fato é que o comitê especial recomendado pelo Parecer 35 não está previsto na lei e, portanto, não tem força normativa para afastar a aplicação do art. 115, §1º da LSA; (iii) resultados do Parecer 35 ainda não foram testados; (iv) a eficácia do procedimento recomendado pelo Parecer 35 depende muito dos poderes conferidos ao comitê especial e da disposição de seus membros para efetivamente negociar a operação com o controlador como se estivessem realizando um negócio entre partes independentes.

43 A lei societária citou uma série de feitos e contappos visando a compor os interesses de acionistas majoritários e minoritários quando achou necessário, tendo tais hipóteses sido expressamente previstas na legislação, o que não fez explicitamente para o caso do conflito de interesses.

44 A proposta da Tractebel é aquilo que Calixto Salomão Filho chamou de solução orgânica ou estrutural do conflito de interesses, sendo aquela em que há "tentativa de resolver nos órgãos societários o problema do conflito, seja através da incorporação no órgão de todos os agentes que têm interesse ou sofrem as consequências, ou através da criação de órgãos independentes, não passíveis de serem influenciados pelos interesses conflitantes". Segundo o autor, a segunda forma possível de resolução do problema é a aplicação da regra do conflito, que envolve menos mudanças estruturais, mas exige a definição de um regra de conflito que defina bem as hipóteses de risco para a sociedade (CF. SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Novo Direito Societário*, 4ª edição, revista e ampliada. São Paulo: Malheiros, 2011, pp. 60-63).

### III. CASO TRACTEBEL — ANÁLISE DA DECISÃO

#### III.1. ESTRATÉGIAS REGULATÓRIAS E A EFICIÊNCIA ECONÔMICA — QUAL SERIA A INTERPRETAÇÃO MAIS EFICIENTE DO ART. 115, PARÁGRAFO 1º DA LSA?

##### III.1.1. EFICIÊNCIA ECONÔMICA DO MERCADO DE CAPITAIS: ESTRATÉGIAS REGULATÓRIAS E O INCENTIVO AO DESENVOLVIMENTO DO MERCADO

Parece-nos importante buscar entender os fundamentos econômicos que justificariam a adoção de uma ou de outra interpretação do art. 115, § 1º da LSA, pois uma análise econômica da definição de “conflito de interesses” como formal ou material parece interessante, senão essencial, para buscarmos a interpretação ótima do dispositivo em termos de eficiência econômica de determinado mercado. Se é verdade que a função do Direito é de buscar a máxima eficiência de mercado e, portanto, o próprio desenvolvimento econômico de forma geral<sup>44</sup>, nada melhor do que a análise dos reflexos desse mercado para nos indicar qual seria a melhor estratégia regulatória.

Conforme é possível verificar na prática, uma política pouco protetiva aos acionistas minoritários — em outras palavras, condescendente, em certa medida, com o abuso do poder de controle — possui efeitos extremamente prejudiciais no longo prazo a qualquer mercado de capitais<sup>45</sup>.

É, pois, nesse sentido que utilizaremos o conceito de eficiência econômica de mercado quanto às estratégias regulatórias possíveis — analisaremos quais delas podem ser consideradas eficientes no sentido de promover incentivos aos investidores a fim de que participem ativamente e desenvolvam o mercado de capitais.

44 Não se pretende aqui analisar a crise de funcionalidade e eficácia do Direito, os efeitos jurídicos da globalização ou o próprio pluralismo jurídico — agenda de um debate sociológico —, mas tão somente fazer referência ao tradicional modelo de “direito positivo”, cujos instrumentos jurídicos são destinados “a corrigir os desequilíbrios produzidos pelas operações de mercado, preservar a livre concorrência contra a concentração de capitais, promover orientações sociais e assegurar a legitimidade do poder, entre outras funções”. (FARIA, José Eduardo. *Direito e Conjuntura*. 2a ed. São Paulo, 2010, p. 71. No mesmo sentido, (quanto às funções do direito positivo nacional), ver também BOBBIO, Norberto. *Da estrutura à função*. Manole: São Paulo, pp. 81-112. O diretor Marcos Pinto, no Caso Tractebel, chama atenção a esse fato ao relembrar, por exemplo, a crise por que passou o mercado de capitais brasileiro nas décadas de 80 e 90 e da qual o país só saiu depois de renovar seus compromissos junto aos investidores. É claro que fatores macroeconômicos inegavelmente contribuíram para a situação de crise, mas igualmente inegável o relevante papel da política de proteção aos investidores para o ressurgimento e fortalecimento de nosso mercado.

Nesse sentido, um estudo denominado “*Legal Determinants of External Finance*”<sup>46</sup>, elaborado por Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer e Robert W. Vishny, busca estabelecer a relação entre Direito e o desenvolvimento do mercado. Nesse sentido, procuram responder a uma pergunta principal: por que alguns países apresentam um mercado de capitais maior e mais desenvolvido do que outros? Em linhas gerais, a resposta a essa pergunta se dará baseada na premissa de que normas de proteção ao investidor e sua eficácia diferem sistematicamente ao redor do mundo, e tal diferença possui implicações sobre o desenvolvimento do mercado<sup>47</sup>.

La Porta *et al.* verificaram que países cuja legislação concedia um fraco nível de proteção ao investidor, mensurado tanto pelo caráter das normas jurídicas quanto pela qualidade de sua eficácia no mercado, apresentaram um mercado de capitais pequeno, restrito e pouco desenvolvido. A partir desse estudo, os autores então concluíram que quanto mais ampla e efetiva a proteção aos potenciais investidores contra comportamentos oportunistas dos administradores/controladores, maior será o incentivo para que adquiram ações e, assim o fazendo, contribuam para a ampliação do escopo daquele dado mercado de capitais<sup>48</sup>.

Parece lógica uma primeira conclusão no sentido de que, se os acionistas minoritários puderem ser expropriados sem qualquer tipo de punição aos controladores/administradores, os investidores de forma geral, nacionais ou estrangeiros, aplicarão menos recursos em determinado mercado de capitais, o que pode trazer prejuízos ao desenvolvimento econômico de todo um país a longo prazo.

Outro estudo de Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes e Andrei Shleifer, contando, agora com a colaboração de Simeon Djankov, insiste na teoria e traz novos elementos para sustentá-la — agora, em uma situação particularizada: nas operações entre partes relacionadas, o que em muito se relaciona com o tema do conflito de interesses. Tal estudo, denominado “*The Law and Economics of Self-Dealing*”<sup>49</sup>, busca demonstrar que países com um

46 Disponível em: <[http://www.economics.harvard.edu/files/faculty/56\\_LegalDeterminants.pdf](http://www.economics.harvard.edu/files/faculty/56_LegalDeterminants.pdf)>. Acesso em: 28 nov. 2011.

47 Nesse sentido, no original: “(...) the legal environment has large effects on the size and breadth of capital markets across countries” (p. 51).

48 No mesmo sentido, no original: “the legal environment — as described by both legal rules and their enforcement — matters for the size and extent of a country’s capital markets. Because a good legal environment protects the potential financiers against expropriation by entrepreneurs, it raises their willingness to surrender funds in exchange for securities, and hence expands the scope of capital markets” (p. 19).

49 *The Law and Economics of Self-Dealing* (2008). Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w11833>>. Acesso em: 01 out. 2011.

índice maior de proteção aos acionistas minoritários em operações entre partes relacionadas têm mercados acionários mais desenvolvidos.

Os autores apresentam, de partida, a ideia de que pesquisas nessa área, relativamente quanto a operações entre partes relacionadas, mostram empiricamente que as diferenças regulamentares quanto ao tratamento da proteção ao investidor ao redor do mundo influenciam diretamente na possibilidade de haver ou não uma expropriação de seus bens<sup>50</sup>.

Para efetuar uma comparação mais precisa entre as estratégias regulatórias adotadas pelos diferentes países examinados, os autores traçaram estilos de regras, que pudessem servir como uma espécie de padrão unificador das diferentes normas editadas ao redor do mundo no tocante à regulação das operações entre partes relacionadas. Foi determinado, portanto, a existência de dois tipos de medidas regulatórias para cada um dos ordenamentos jurídicos examinados:

- (i) regras de natureza privada, como, por exemplo, a obrigação de informação e os requisitos legais para a aprovação da transação (obrigações *ex ante*) e a obrigação de informar após a aprovação da transação (obrigação *ex post*). Até mesmo uma transação regular, no entanto, pode prejudicar a companhia, tornando necessária a revisão judicial da operação. Nesse sentido, também foi analisada a “facilidade” dos minoritários quanto ao acesso e à tutela jurisdicional em tais casos. Fatores que afetam as chances de sucesso na revisão judicial da operação envolvem o direito à produção e provas e padrões de responsabilidade; e,

- (ii) regras de natureza pública, como a existência de multas e sanções, até de natureza penal, a que os controladores e responsáveis pela operação estariam sujeitos.

A rigor, portanto, as diferentes estratégias regulatórias examinadas teriam suas regras alocadas de acordo com o quadro abaixo, no sentido de unificá-las sob um mesmo critério e, a partir disso, ser possível “mensurá-las” segundo o índice eleito no estudo:

I Regras de natureza privada (“Private enforcement”)	
(i.1.) Anteriores à realização da transação (“ <i>Index of ex ante private control of self-dealing by investors</i> ”).	<ol style="list-style-type: none"> <li>(a) Regras que identificam o “processo de aprovação da transação”, ou seja, se há a necessidade de uma deliberação da matéria pela companhia – e nesse caso, se o controlador pode ou não votar – ou se a transação pode ser simplesmente aprovada apenas pelo Conselho de Administração.</li> <li>(b) Regras relativas à extensão das informações prestadas pela companhia ao mercado e a seus acionistas e pelo controlador antes da aprovação da transação.</li> <li>(c) Regras que imponham uma terceira parte independente, competente para investigar/identificar eventuais oportunismos na transação.</li> </ol>
(i.2.) Posteriores à realização da transação (“ <i>Index of ex post private control of self-dealing</i> ”).	<ol style="list-style-type: none"> <li>(a) Regras relativas ao acesso à Justiça pelo investidor, <i>i.e.</i> qual a participação social necessária para que o minoritário possa propor uma revisão judicial da transação em nome da companhia, ou uma ação judicial requerendo perdas e danos.</li> <li>(b) Regras que demonstrem/identifiquem a possibilidade real de rescindir a transação judicialmente e em quais hipóteses; <i>i.e.</i> regras relativas à necessidade de comprovar má-fé pelo investidor, ou a necessidade de comprovar apenas o dano ou simplesmente a existência de conflito de interesses.</li> </ol>

A metodologia do estudo consiste na descrição de uma transação hipotética envolvendo duas companhias controladas pela mesma pessoa, que, em tese, pode ser utilizada desse fato para denunciar ilegalmente. O problema foi proposto a advogados de 102 países diferentes, que deveriam explicar como o sistema legal regularia essa transação em seus países. O estudo acabou utilizando a resposta e fundamentação de 72 desses países. A premissa do trabalho é a de que a transação hipotética derivaria da decisão do controlador no sentido de obter um benefício particular às custas dos demais investidores, mas segundo os procedimentos legais para a aprovação da transação (quanto ao dever de informar e procedimento de aprovação). Nesse caso, o estudo pretendia verificar o quão difícil seria para os minoritários conseguir obter o negócio antes de ocorrer ou recuperar os prejuízos sofridos. Em última análise, o estudo procura construir um índice que reflita o grau de solidez da proteção dos minoritários contra transações do controlador com a própria companhia (“*anti-self-dealing index*”), de tal forma que quanto mais obstáculos existir ao controlador para que possa efetuar a transação, mais alto o índice. O problema hipotético proposto trata de uma transação entre duas companhias (“Compradora” e “Vendedor”), consultada na venda de uma frota de caminhões. Mr. James teria 90% das ações da Vendedora e 60% das ações da Compradora, que é uma companhia aberta. Mr. James e seu filho são ainda administradores dependentes do preço pago pela Compradora. Embora a transação hipotética tenha um fundamento comercial, envolve claramente um conflito de interesses.

	<p>(c) Regras relativas à "facilidade" de condenação do controlador/Conselho de Administração por responsabilidade civil, ou seja, relacionadas às hipóteses de condenação<sup>51</sup> necessidade de comprovação de dolo, culpa (no caso, negligência) ou simplesmente a ocorrência do dano.</p> <p>(d) Regras relativas ao acesso a provas judiciais; i.e. a "Liberdade" dos investidores em provar eventual ilícito ocorrido (por exemplo, se poderiam requerer uma prova pericial ou arrolar testemunhas). Nesse aspecto, os autores chamam a atenção para o fato de que, naturalmente, o custo envolvido tais regras <i>ex post</i> serão maiores quando os investidores autores da revisão judicial necessitarem comprovar a intenção/dolo do controlador/administradores na transação do que quando apenas devem demonstrar que a transação envolveu um conflito de interesses.</p> <p>(e) Regras relativas à obrigatoriedade de prestar informações e à extensão das informações prestadas periodicamente pelas companhias.</p>
<p>Índice geral ("<i>Anti-self-dealing index</i>"): gerado pela média dos índices <i>ex ante</i> e <i>ex post</i>.</p>	
<p><b>II. Regras de natureza pública ("Public enforcement")</b></p> <p>- Tipificação penal, imputação de multas de qualquer natureza e sanções ao controlador/administradores.</p>	

O índice ("*Anti-self-dealing index*") demonstraria o grau de proteção aos minoritários contra transações que beneficiem os controladores. Tal índice é estatisticamente significativo e um indicador econômico do mercado de capitais, mostrando que medidas tomadas para proteção do investidor estão diretamente relacionadas ao desenvolvimento do próprio mercado.

O estudo concluiu, de forma geral, que nos países de *common law* existe uma regulamentação do conflito de interesses mais direta e incisiva, bem como maior vigilância da potencialidade do problema *ex ante*, do que em países de

*civil law*. A transparência nas transações parece ser a diferença central entre *common law* e *civil law*. Segundo concluiu o estudo, portanto, tal índice seria notadamente maior em países de *common law* do que em países de *civil law*.

Com relação ao tratamento das transações entre partes relacionadas, os autores explicam que, de partida, podemos traçar duas estratégias regulatórias extremas para tratar do tema: (i) desregulamentação total, com o que as "forças do mercado" agem de maneira a buscar solucionar os conflitos; e (ii) a proibição total, pela lei, de qualquer espécie de transação entre sociedade e seus controladores – ou qualquer parte que seja controlada pelos mesmo controladores. A pergunta que se coloca então seria a seguinte: diante da gama de possibilidades regulatórias entre esses dois extremos, incluindo-se tais estratégias extremas, como proceder? Qual, ou quais, a(s) opção (opções) regulatórias de proteção ao investidor, de fato, traria(m) eficiência econômica e desenvolvimento do mercado?

A conclusão mais elementar do trabalho é de que o *laissez-faire* – a estratégia de desregulamentação, ou seja, uma das duas extremidades regulatórias possíveis – não leva ao desenvolvimento do mercado. Existe, pelo contrário, a necessidade de uma regulamentação no sentido de obstar – ou reverter – os benefícios particulares do controlador em uma transação entre partes relacionadas. Segundo La Porta *et al.*, nenhuma sociedade utiliza esse método de desregulamentação completa; a tentação – ou o incentivo – de "pegar o dinheiro e correr", em um ambiente sem qualquer regulação, segundo os autores, seria sempre muito grande. Bastaria portanto, concluída essa primeira etapa, verificar em que medida, ou melhor, qual a medida exata e suficiente dessa regulação<sup>51</sup>.

Por outro lado, a proibição total, pela lei, de qualquer espécie de transação entre sociedade e seus controladores – ou qualquer parte que seja controlada pelos mesmos controladores, ainda segundo os autores, pareceria igualmente

51 Nesse sentido, vale lembrarmos a lição de Natalino Irti, para que o Direito se faz necessário para obstar os efeitos autodestrutivos do mercado. Para ele, o direito seria uma estrutura conformativa, um conjunto de normas que conferem ao mercado uma necessária estrutura, uma ordem e regularidade. Em contraposição aos defensores de uma ordem espontânea da economia de mercado, Irti defende que é do Direito a força de reduzir as incertezas dos agentes econômicos, viabilizando, assim, a necessária segurança jurídica para operar no mercado – e o que, em última instância, será fator decisivo para a própria eficiência econômica (Cf. *L'ordine giuridico del mercato*. Roma: Gius, Laterza&Figli, 2003. Para mais, vide também *Il carattere politico-giuridico del mercato*. Disponível em: <<http://www.mai.camcom.it/vupload/file133567535/FILENAMME/irt.pdf>>. Acesso em: 01 out. 2011).

impraticável, já que transações entre partes relacionadas podem, eventualmente, fazer algum sentido econômico para as sociedades.

A dívida então permanece: excluídas as estratégias regulatórias extremas, qual a combinação, ou quais combinações, entre regras de natureza privada *ex ante*, regras de natureza privada *ex post* e regras de natureza pública, poderiam ser consideradas *ótimas* para a eficiência econômica? Em outras palavras, interpretar o conflito de interesses de sorte a impedir aprioristicamente o voto do controlador ou a permiti-lo, analisando-se eventual prejuízo *a posteriori* para a companhia, certamente terá reflexos econômicos ao mercado, que sinalizara aos investidores a existência de maior ou menor proteção a seus investimentos.

Para o início dessa análise, os autores do estudo já ressaltam a ausência de “importância” das regras de natureza pública para a eficiência econômica do mercado de capitais. Não há evidência, segundo o estudo em epígrafe de La Porta *et al.*, de que esses países tenham adquirido seu desenvolvimento do mercado com base nas regras públicas (multas e sanções criminais). Nesse sentido, os autores concluem que países com mercado de capitais desenvolvidos e de sucesso impõem que os acionistas recebam todas as informações de que precisam e os poderes para agir, incluindo poderes de votar e acessar o Poder Judiciário com base em tais informações. Em outras palavras, para atingir um mercado de capitais desenvolvido, a estratégia regulatória deverá atender-se para as combinações possíveis entre as regras de natureza privada, *ex ante* e *ex post*.

Tomando-se, portanto, tais regras de natureza privada, os autores então, de forma muito interessante, chegam a duas combinações diferentes e igualmente ótimas em termos de eficiência. Seriam elas:

- (i) Ênfase na regulação de natureza privada *ex ante*: uma estratégia regulatória efetiva relacionada às transações entre partes relacionadas deve combinar a completa abertura de informações – incluindo-se aí a existência de potenciais conflitos de interesses – com a necessidade de aprovação da transação por assembleia em que o controlador é impedido de votar<sup>52</sup>. Nesse sentido, países que exigem a aprovação de operações entre partes relacionadas pela assembleia geral, sem o voto do acionista controlador, apresentaram

um menor nível de expropriação dos acionistas minoritários e um maior desenvolvimento do mercado de capitais. Ou seja, no longo prazo, conclui o estudo, impedir legalmente o controlador de votar em operações entre partes relacionadas tem efeitos positivos sobre o mercado acionário de um país.

- (ii) Ênfase na regulação de natureza privada *ex post*: A facilidade de acesso dos acionistas minoritários ao Poder Judiciário no sentido de buscar a revisão judicial da transação também beneficia o desenvolvimento do mercado de capitais. Conceder aos minoritários, portanto, o direito de ação em nome da companhia, o acesso às informações necessárias para identificar potenciais conflitos de interesses, bem como um direito robusto à produção de prova em juízo no sentido de comprovar tal conflito de interesses, promove o desenvolvimento do mercado de capitais como um todo.

Com efeito, muito embora as conclusões acima do estudo de La Porta *et al.* possam parecer contraditórias à primeira vista, é possível verificar, na prática, que tais conclusões são rigorosamente exatas. Nesse sentido, iremos verificar a seguir duas diferentes estratégias de regulação que, cada uma a sua maneira (utilizando-se da estratégia regulatória (i) ou (ii) acima), atingem um elevado nível de eficiência regulatória, que traduz, em última instância e *em tese*<sup>53</sup>, um mercado acionário desenvolvido.

## 1. REINO UNIDO

As regras de listagem da Bolsa de Valores do Reino Unido exigem que o controlador se abstenha de votar na deliberação sobre contrato a ser celebrado entre ele e a companhia, sendo ainda imperativo que os minoritários tenham completo conhecimento sobre o conflito de interesses, ainda que potencial, no momento da votação para aprovação ou não do negócio<sup>54</sup>. A força na regulação

<sup>52</sup> Não podemos deixar de mencionar que o estudo elaborado por La Porta e que aqui no referimos, de alguma maneira, procura isolar a regulamentação para identificar a credibilidade do mercado interno de dado país e eficiência das estratégias regulatórias, isolando-a dos elementos “exógenos” como, por exemplo, dos próprios elementos do mercado e da economia global, cujo aquecimento e cujas crises financeiras certamente desempenham papel importante nessa análise e influenciam sobremaneira o nível de desenvolvimento do mercado de capitais.

<sup>53</sup> *UK Financial Services Authority Listing Rules*: LR 11.1.1 Related party transactions

<sup>54</sup> Application

LR 11.1.1 06/04/2010

<sup>55</sup> This chapter applies to a company that has a premium listing 1.1

do Reino Unido quanto às transações com partes relacionadas da-se, portanto, *aprioristicamente* à aprovação da transação, muito mais do que busca favorecer, de alguma forma, o acesso à justiça e à prova judicial dos acionistas minoritários.

Aliás, aos minoritários é imposto um grave ônus de prova a fim de conseguir revisar judicialmente a transação entre partes relacionadas ocorridas<sup>55</sup>. Nesse caso, será dos minoritários que ajuzarem a ação judicial o ônus de comprovar a má-fé e a falta de diligência do acionista controlador, justamente porque referida transação teria sido aprovada pela maioria da minoria, com a existência de um conselho independente e total *disclosure* de informações. Assim é que, salvo a hipótese de fraude, em regra, as Cortes inglesas não responsabilizam o controlador/administradores por uma transação negociada por um conselho independente e aprovada pela maioria dos minoritários.

## 2. EUA

Nos Estados Unidos, não há uma regra unânime entre todos os Estados da Federação no sentido de impor a necessidade de deliberação assembléar para aprovar a transação com partes relacionadas, havendo, por outro lado, ênfase na proteção ao minoritário *ex post* na fase de acesso à justiça.

Sob a Lei de Delaware, por exemplo, as transações podem ser aprovadas apenas pelo Conselho de Administração<sup>56</sup>. Por outro lado, o acesso ao Judiciário

### Requirements for related party transactions:

LR 11.1.7 01/07/2005

If a listed company enters into a related party transaction, the listed company must:

- (1) make a notification in accordance with LR 10.4.1 R (Notification of class 2 transactions) that contains the details required by that rule and also:
  - (a) the name of the related party; and
  - (b) details of the nature and extent of the related party's interest in the transaction or arrangement;
- (2) send a circular to its shareholders containing the information required by LR 13.3 and LR 13.6;
- (3) obtain the approval of its shareholders for the transaction or arrangement either:
  - (a) before it is entered into; or
  - (b) if the transaction or arrangement is expressed to be conditional on that approval, before it is completed; and
- (4) ensure that the related party:
  - (a) does not vote on the relevant resolution; and
  - (b) takes all reasonable steps to ensure that the related party's associates do not vote on the relevant resolution.

(Disponível em: <<http://fsahandbook.info/FSAMhtml/handbook/LR>> - sem grifos no original. Acesso em: 01 out. 2011).

55 *The Law and Economics of Self-Dealing* (2008). Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w11883>>. Acesso em: 01 out. 2011

56 Delaware General Corporation Law - § 144. *Interested directors: quorum.*  
 (a) No contract or transaction between a corporation and 1 or more of its directors or officers, or between a corporation and any other corporation, partnership, association, or other organization

pelo minoritário, bem como a efetiva revisão judicial do negócio, é muito fácil de ocorrer, sendo que é do controlador/administradores o ônus de comprovar que a transação foi realmente comutativa ("*fair dealing*" e "*fair price*"), incluindo-se aí todos os fatores econômicos de mercado e quaisquer outros relevantes relacionados à estrutura do mercado, negociação e *disclosure* de informações.

O que se observa, portanto, é um fenômeno interessante. Muito embora a legislação de diversos Estados norte-americanos não proíba o controlador/administrador interessado de votar, parece haver um incentivo a eles no sentido de se absterem do voto, considerando a realidade e jurisprudência norte-americanas de revisão judicial das transações realizadas em conflito de interesses<sup>57</sup>. Aliás, a esse respeito, segundo o diretor Marcos Pinto, ao proferir seu voto no Caso Tracebel:

"a abstenção de voto dos controladores deve se tornar ainda mais preponderante após decisões recentes da Corte de Chancelaria de Delaware, que praticamente isolam de revisão judicial *as freeze out transactions* que sejam aprovadas tanto por um comitê independente quanto pela maioria da minoria dos acionistas, aplicando a elas a *business judgment rule*."<sup>58</sup>

In which 1 or more of its directors or officers, are directors or officers, or have a financial interest, shall be void or voidable solely for this reason, or solely because the director or officer is present at or participates in the meeting of the board or committee which authorizes the contract or transaction, or solely because any such director's or officer's votes are counted for such purpose, if:

- (1) The material facts as to the director's or officer's relationship or interest and as to the contract or transaction are disclosed or are known to the board of directors or the committee, and the board or committee in good faith authorizes the contract or transaction by the affirmative votes of a majority of the disinterested directors, even though the disinterested directors be less than a quorum; or
- (2) The material facts as to the director's or officer's relationship or interest and as to the contract or transaction are disclosed or are known to the stockholders entitled to vote thereon, and the contract or transaction is specifically approved in good faith by vote of the stockholders; or
- (3) The contract or transaction is fair as to the corporation as of the time it is authorized, approved or ratified, by the board of directors, a committee or the stockholders.

(b) Common or interested directors may be counted in determining the presence of a quorum at a meeting of the board of directors or of a committee which authorizes the contract or transaction. (Disponível em: <<http://delcode.delaware.gov/title8/0001/sc04/>>. Acesso em: 01 out. 2011).

57 Nesse sentido, "nas situações de conflito mais relevantes, a jurisprudência dos tribunais faz com que os acionistas controladores não exerçam seu direito de voto; eles se absterem de votar para evitar que lhes seja imposto o ônus de provar, na revisão judicial do negócio, que a operação submetida à assembleia não causou qualquer prejuízo ou dano à companhia e aos minoritários" (Processo Administrativo CVM RJ nº 2009-13179, p. 51).

58 Processo Administrativo CVM RJ nº 2009-13179, p. 51, nota 35.

As regras a que as companhias listadas na Nasdaq<sup>69</sup> também estão sujeitas comportam a previsão de operações entre partes relacionadas. Com efeito, no item 5.630<sup>60</sup> de referido Regulamento existe a previsão de um dever amplo e geral de informação da companhia a fim de expor expressamente, *ex ante*, a existência de um potencial conflito de interesses em determinada operação. Já o item 5.655<sup>61</sup> prevê a necessidade de deliberação dos acionistas da companhia no sentido de aprovar referida transação que envolva partes relacionadas na hipótese de a operação poder resultar em um aumento das ações ou direito de voto de um acionista ou administrador em pelo menos 5%. Não há qualquer menção a eventual impedimento de voto ao acionista/administrador interessado.

De acordo, ainda, com o item 404 do Regulamento S-K da SEC (*Security Exchange Commission*), algumas transações entre o emissor e pessoas relacionadas precisam ser plenamente informadas nos próprios *filings* junto à SEC.

\*\*\*

Podemos concluir que, embora as estratégias de regulamentação sejam essencialmente diferentes, Estados Unidos e Reino Unido chegaram a um denominador comum<sup>62</sup>: a efetiva proteção dos minoritários, envolvendo-os na negociação e aprovação dos contratos que gerem situações de conflito, é a

59 Disponível em: <<https://listingcenter.nasdaq.com/assets/RegRequirements.pdf>>. Acesso em: 01 out. 2011.

60 5630. Review of Related Party Transactions  
(a) Each Company that is not a limited partnership shall conduct an appropriate review and oversight of all related party transactions for potential conflict of interest situations on an ongoing basis by the Company's audit committee or another independent body of the board of directors. For purposes of this rule, the term "related party transaction" shall refer to transactions required to be disclosed pursuant to Item 404 of Regulation S-K under the Act. However, in the case of non-U.S. issuers, the term "related party transactions" shall refer to transactions required to be disclosed pursuant to Form 20-F, Item 7.B.  
5.635. Shareholder Approval

This Rule sets forth the circumstances under which shareholder approval is required prior to an issuance of securities in connection with: (i) the acquisition of the stock or assets of another company; (ii) equity-based compensation of officers, directors, employees or consultants; (iii) a change of control; and (iv) private placements. General provisions relating to shareholder approval are set forth in Rule 5635(e), and the financial viability exception to the shareholder approval requirement is set forth in Rule 5635(f). Nasdaq-listed Companies and their representatives are encouraged to use the interpretative letter process described in Rule 5602.

(2) any director, officer or Substantial Shareholder (as defined by Rule 5635(e)(3)) of the Company has a 5% or greater interest (or such persons collectively have a 10% or greater interest), directly or indirectly, in the Company or assets to be acquired or in the consideration to be paid in the transaction or series of related transactions and the present or potential issuance of common stock, or securities convertible into or exercisable for common stock, could result in an increase in outstanding common shares or voting power of 5% or more; (...)  
De alguma forma, tal denominador comum é mencionado pelo diretor Alessandro Broedel Lopes em seu voto proferido no Caso Tractebel, pp. 20-21.

estratégia mais eficaz para o desenvolvimento do mercado de capitais. Nesse sentido, a doutrina norte-americana sintetiza: "*the UK shares with the U.S. a judicial tradition of accepting minority shareholder approval as the most reliable method of screening conflicted transactions with controlling shareholders*"<sup>63</sup>.

Por certo e por sorte, tal estratégia corrobora totalmente a conclusão a que o próprio estudo de La Porta *et al.* chegou em seu estudo empírico, deixando claro ao Direito brasileiro qual o caminho a ser seguido em matéria de regulamentação/interpretação da lei quanto ao conflito de interesses, a fim de se alcançar uma eficiência econômica ótima de seu mercado de capitais.

### III.1.2. EFICIÊNCIA ECONÔMICA DA COMPANHIA: ESTRATÉGIAS REGULATÓRIAS E O CUSTO/BENEFÍCIO ENVOIADO PARA A COMPANHIA

Ao lado da eficiência econômica relacionada à estratégia regulatória no que diz respeito aos incentivos para o desenvolvimento do mercado acionário (item 3.1.1, acima), a questão que se coloca nesse momento seria de identificar a melhor estratégia regulatória em termos de custos/benefícios envolvidos para a companhia em cada uma das opções interpretativas acima.

A CVM já se manifestou a respeito em algumas oportunidades – como, aliás, não poderia deixar de ser uma vez que tem oscilado seu posicionamento no que se refere à interpretação mais adequada do art. 115, § 1º da ISA, conforme verificamos no início desse artigo. Com efeito, o ente regulador de nosso País tem procurado, na medida em que decide pelo conflito de interesses *formal* ou *material*, fazer alguma análise quanto à eficiência econômica de cada uma das opções regulatórias para a companhia, sem perder de vista a questão de proteção ao investidor e do nível de segurança do mercado de capitais de forma geral.

#### (I) CONFLITO FORMAL DE INTERESSES

A interpretação do art. 115, § 1º da ISA como hipótese de conflito formal de interesses foi opção regulatória eleita pela CVM no Caso TIM (item 2.1 acima). Referida opção regulatória poderia ser explicada pela análise dos efeitos e reflexos da aplicação do conceito de eficiência econômica trazido pela Teoria de Kaldor-Hicks. De acordo com tal conceito, a eficiência econômica pode ser verificada em determinada situação quando os ganhos computados

63 C.F. KRAAKMAN, Reinier, *et al.* *The Anatomy of Corporate Law – A Comparative and Functional Approach*, 2.ª ed. Oxford University Press, 2009, p. 168.

em virtude de determinada operação forem superiores às respectivas perdas, de modo suficiente para compensá-las, mesmo que tal compensação não ocorra.

Por tal teoria, o impedimento do voto é uma situação que pode causar ineficiências na medida em que pode impedir a aprovação de operações eficientes, já que os benefícios particulares extraídos pelo controlador serão ganhos suficientes para compensar (em teoria) as perdas incorridas pelos minoritários. No entanto, a aplicação prática de tal análise levaria a verificação de um verdadeiro desestímulo aos investidores no mercado de valores mobiliários, especialmente na realidade brasileira em que se verifica a presença de controladores na maioria das companhias listadas, porquanto não haveria geração de bem<sup>64</sup> estar para o mercado, em razão da estrutura de capital aqui encontrada.

Com efeito, diz o diretor Alessandro Broedel Lopes:

"no extremo, o minoritário deixará de contratar com a companhia. Ou seja, o mercado, pelos títulos da companhia, não será interessante ao minoritário, que se absterá de negociar, uma vez que sua riqueza poderá ser transferida para outra empresa do controlador. Em casos mais prováveis, do ponto de vista prático, nos quais algum nível de quebra de assimetria ocorra (devido à reputação do controlador ou seu histórico de comportamentos passados, por exemplo), os minoritários levarão ao preço dos títulos esse risco de expropriação. Ou seja, eles estarão dispostos a pagar um preço inferior ao que pagariam caso os interesses estivessem alinhados."<sup>65</sup>

Em outras palavras, ainda que o impedimento de voto possa parecer, a uma primeira vista, técnica ineficiente para o desenvolvimento econômico do mercado de capitais, a análise dos efeitos do emprego do impedimento de voto indica uma maior proteção ao investidor, que assim sente-se mais seguro e incentivado a participar ativamente do mercado de capitais.

Há ainda outro efeito positivo quanto à adoção do impedimento de voto. Havendo o impedimento de voto do acionista controlador conflitado, haveria um alinhamento natural de seus interesses aos interesses dos acionistas minoritários. De fato, no caso de impedimento de seu voto, "o controlador

é obrigado a elaborar uma proposta que atenda minimamente os interesses dos minoritários. Caso contrário, ela não será aceita e o negócio não será concretizado"<sup>66</sup>.

Ainda no tocante ao assunto, o impedimento de voto seria instrumento hábil a cobrir qualquer voto oportunista, seja ele inerente a um controlador ou acionista minoritário, de sorte que os acionistas que não tenham interesse conflitante votem e deliberem acerca da operação, já que não terão incentivos para votar contra uma operação benéfica à companhia<sup>67</sup>.

## (ii) CONFLITO MATERIAL DE INTERESSES

A interpretação do art. 115, § 1º da LSA como hipótese de conflito material de interesses foi opção regulatória eleita pela CVM no Caso Pervi (item II.2 acima) e pelo diretor Eli Loria na declaração de voto do Caso Tractebel (item II.4 acima).

Tal opção regulatória seria mais interessante se considerarmos que o conflito formal de interesses, implicando a proibição do voto do controlador, poderia acarretar o não aproveitamento de oportunidades comerciais<sup>68</sup>, gerando ineficiências para a própria atividade da companhia.

Nesse aspecto, parece útil recordarmos o conceito de eficiência econômica advindo da situação chamada de "ótimo de Pareto"<sup>69</sup>, a saber, aquele em que há aferição de benefício para, ao menos, um indivíduo e não há prejuízo para nenhum outro. Levando tal raciocínio para a situação de deliberação em assembleia, mesmo havendo a permissão de voto para o controlador supostamente em conflito, se a decisão tomada for eficiente economicamente para a companhia, ainda que tenha gerado alguma espécie de benefício particular para o controlador, não haveria oposição por parte dos minoritários, uma vez que não teria havido prejuízo incorrido por eles.

Outro argumento econômico importante nesse aspecto seria o fato de que, na hipótese de impedimento de voto do controlador, haveria a necessidade de quebra da assimetria de informações entre controlador — impedido de votar — e

64

Para mais: SCHÄFER, Hans-Bernd e Claus Ott. "Social Welfare". In *The Economic Analysis of Civil Law*, Traduzido por Matthew Bramham Cheltenham, UK e Northampton, USA, p. 35 e ss apud Voto do diretor Relator Alessandro Broedel Lopes, Processo Administrativo CVM RJ nº 2009-13179.

65

Voto do diretor Relator Alessandro Broedel Lopes, Processo Administrativo CVM RJ nº 2009-13179, p. 15.

66

Voto do diretor Relator Alessandro Broedel Lopes, Processo Administrativo CVM RJ nº 2009-13179, p. 15.

67

Nesse sentido, declaração de voto do diretor Marcos Pinto, Processo Administrativo CVM RJ nº 2009-13179, p. 46.

68

Declaração de voto do diretor Marcos Pinto, Processo Administrativo CVM RJ nº 2009/13179.

69

COLEMAN, J. *Efficiency, Exchange, and Auction: Philosophic Aspects of the Economic Approach to Law*. In *California Law Review*, v. 68, p. 221 e ss.

os demais acionistas, para que eles tenham conhecimento, ainda que o mínimo necessário, para votarem em assembleia acerca daquela dada operação. Tal quebra de assimetria informacional e alinhamento de interesses resultariam em enormes custos para a companhia, o que poderia de alguma forma mitigar a suposta eficiência econômica trazida pela opção de impedimento de voto.

Por fim, um argumento trazido pelo diretor Eli Loria na declaração de voto do Caso Tractebel diz respeito ao remédio que a lei prevê para o voto proferido em conflito. Segundo ele, seria “o recurso ao Poder Judiciário para pleitear a anulação da assembleia geral por aquele acionista que se considerar prejudicado, no prazo prescricional de 2 anos”<sup>70</sup>. Ainda que não tenha expressamente aduzido, tal argumento do diretor Eli Loria demonstra a tentativa de retirar custos da companhia quanto à questão de dirimir o conflito de interesses, deixando-se a análise para momento posterior à deliberação, os custos que a companhia teria para quebrar a assimetria de informação são transferidos ao acionista que se sentir prejudicado – que deverá, portanto, perquirir seus direitos perante o Judiciário.

\*\*\*

Um estudo denominado “*Property Rules, Liability Rules and Inalienability: one view of the Cathedral*”<sup>71</sup>, elaborado por Guido Calabresi e A. Douglas Melamed, busca analisar justamente a questão da eficiência econômica e das estratégias regulatórias. Segundo os autores, um Estado faz uma opção regulatória inicial e deve despendar custos para torná-la eficaz, incluindo-se aí os custos relacionados a uma necessária intervenção estatal. Nesse sentido, ao optar precipuamente por regras de natureza de propriedade, regras de natureza de responsabilidade ou regras de alienabilidade para regular determinada situação, tal sociedade incorrerá em custos de *enforcement* diferentes, que podem ser analisados do ponto de vista econômico<sup>72</sup>.

70 Declaração de Voto do diretor Eli Loria, Processo Administrativo CVM RJ nº 2009-13179, p. 77. Disponível em: <[http://www.www.uni-magdeburg.de/bizcon/material/calabresi\\_melamed.1972.pdf](http://www.www.uni-magdeburg.de/bizcon/material/calabresi_melamed.1972.pdf)>. Acesso em: 01 out. 2011.

72 Nesse sentido, no original: “Having made its initial choice, society must enforce that choice. Simply setting the entitlement does not avoid the problem of “might makes right”; a minimum of state intervention is always necessary. The need of intervention applies in a slightly more complicated way to injury. When a loss is left where it falls in an accident, it is not because of God so ordained it. Rather it is because the state has granted the injurer an entitlement to be free of liability and will intervene to prevent the victim (...) from taking compensation from the injurer. The loss is shifted in other cases because the state has granted an entitlement to compensation and will intervene to prevent the stronger injurer from rebuffing the victim’s requests from compensation. (...) The state has to decide whom to entitle, but it must also simultaneously make a series of equally difficult second order decisions. (...) The state must decide the kind of protection to grant” (CALABRESI,

*Regras de natureza de propriedade* seriam aquelas relacionadas a uma negociação voluntária, à possibilidade de barganha de uma dada posição, de um direito/garantia, pelos agentes envolvidos. No caso referente a conflito de interesses, poderíamos classificá-las como regras relativas à hipótese em que o acionista conflitado apenas poderia votar em dada operação se os demais acionistas, cientes do conflito, assim o permitissem – e nas condições negociadas. *Regras de natureza de responsabilidade*, por outro lado, estariam relacionadas à hipótese de compensação dos prejuízos. No caso referente a conflito de interesses, seriam regras no sentido de permitir o voto do acionista conflitado, devendo este, no entanto, compensar/pagar/indenizar os demais acionistas em caso de perdas e danos. Por fim, casos de *regras de inalienabilidade* seriam aquelas relacionadas à proibição expressa de condutas (algo como tornar o direito/garantia inalienável). No caso em exame, tratar-se-ia de regras relativas ao impedimento de voto do acionista conflitado.

Em casos em que o agente do mercado sabe de antemão que sua conduta pode causar prejuízos a terceiros, bem como consegue identificar precisamente quem são esses terceiros, a princípio, regras de responsabilidade ser-lhes-iam mais apropriadas. Em outras palavras, sendo possível identificar os prejudicados por determinada conduta, seria menos custoso à companhia permitir referida conduta e compensar posteriormente os eventuais prejuízos causados<sup>73</sup>. No caso específico do conflito de interesses, devemos reconhecer que o acionista conflitado sabe da existência de referido conflito de interesses, bem como pode identificar aqueles que seriam eventualmente prejudicados no caso de votar de maneira a extrair vantagens particulares em detrimento da companhia e demais acionistas. Nesse sentido, uma interpretação do art. 115, § 1º, da LSA como hipótese de conflito de interesses material parece ser, num primeiro momento, mais eficiente economicamente para a companhia.

Guido, MELAMED, A. Douglas. *Property Rules, Liability Rules and Inalienability: one view of the Cathedral* (1972), pp. 1.090-1.091).

73 Nesse sentido, no original: “In these circumstances, a liability rule, which at least allowed the economic efficiency of a proposed transfer of entitlements to be tested, seemed appropriate, even though it permitted the non-accidental and unconsented taking of an entitlement” (CALABRESI, Guido, MELAMED, A. Douglas. *Property Rules, Liability Rules and Inalienability: one view of the Cathedral* (1972). Disponível em: <[http://www.www.uni-magdeburg.de/bizcon/material/calabresi\\_melamed.1972.pdf](http://www.www.uni-magdeburg.de/bizcon/material/calabresi_melamed.1972.pdf)>. Acesso em: 01 nov. 2011, p. 1.127).

No entanto, faz-se necessário verificar a pertinência concreta de regras de responsabilidade à situação dada, uma vez que, a depender das circunstâncias reais, elas podem não ser a opção regulatória mais eficiente em termos de custos.<sup>74</sup>

Nesse sentido, nas hipóteses em que os custos de transação não impedem uma negociação entre os envolvidos ou quando há certeza suficiente de que os custos envolvidos em um reexame judicial da operação são evidentemente elevados, *não há razões* quanto à eficiência para *permitir* a conduta em xeque por meio de regras de responsabilidade<sup>75</sup>. Em tais casos, regras de propriedade poderiam ser mais apropriadas, por exemplo. No caso de conflito de interesses, a incidência de regras de propriedade seriam identificáveis com a opção do regulador pela interpretação do art. 115, § 1º, da LSA como hipótese de conflito formal de interesses, prevendo-se a possibilidade de, nessa circunstância, permitir-se a livre barganha entre o acionista conflitado e os demais acionistas quanto à possibilidade de o acionista conflitado votar em determinada operação — o que seria, nesse caso, mais eficiente do ponto de vista de custo/benefício para a companhia. Nessa perspectiva, o conflito de interesse deve ser verificado aprioristicamente (conflito formal de interesses); no entanto, ao invés de impedimento de voto imediato, seria permitida aos acionistas uma composição a respeito do tema, por meio, por exemplo, de mecanismos de governança, pelos quais os acionistas minoritários permitiriam, em determinadas condições negociadas, o voto do controlador em conflito.

Há, no entanto, que se ponderar que a livre negociação entre os acionistas quanto à permissão ou não do voto do acionista conflitado, ainda que possa parecer mais eficiente quando comparada às regras de responsabilidade, pode não ser a opção mais eficiente para a companhia. Com efeito, Robert Cooter e Thomas Ulen, na obra *Law & Economics*<sup>76</sup>, afirmam que, mesmo quando uma negociação é possível, pode não ser garantia de sucesso. Para que a livre

barganha seja, de fato, uma estratégia regulatória eficaz, é imperativo que as partes cooperem entre si. Do contrário, evitar a conduta que está sendo negociada será o resultado mais eficiente (mais “barato” evitar a conduta do que pagar os custos que dela decorrem).

Regras de inalienabilidade podem aparecer como a opção regulatória mais vantajosa do ponto de vista dos custos envolvidos, quando, ainda que haja a possibilidade de barganha, não haja cooperação entre as partes. Além dessa hipótese, regras de inalienabilidade podem ser as mais eficientes no caso de existência de custos externos a que Calabresi e Melamed chamam de “moralismos”, que não são mensuráveis economicamente (“non monetizability”). Em situações em que há tais custos imensuráveis, será frequentemente mais apropriado o impedimento da conduta. Outra razão de eficiência econômica para que haja o impedimento de uma conduta (regras de inalienabilidade) estaria relacionada aquilo que os autores chamam de “paternalismo”, ou seja, situações em que A sabe melhor do que B o que será economicamente mais vantajoso para B, sendo necessário, então, impedir a conduta de B, deixando que A aja por ele<sup>77</sup>.

Tais hipóteses poderiam estar conformadas ao problema do conflito de interesses. Primeiro, por conta dos chamados “moralismos”, ou seja, dos custos externos que não podem ser quantificados. Aqui, poderíamos retomar os estudos de La Porta *et al.* citados mais acima. Considerando que a eficiência econômica do mercado de capitais depende de uma participação ativa dos investidores nesse mercado, o que, por sua vez, depende de uma estratégia regulatória que os proteja de qualquer tipo de expropriação, parece-nos que uma regulação que não conceda tal proteção aos investidores será muito custosa à companhia e ao mercado — custos esses que evidentemente não podem ser mensurados, já que dizem respeito ao desenvolvimento do mercado de capitais. Segundo, porque, em havendo conflito de interesses, o acionista conflitado pode deixar de tomar uma decisão que lhe seja economicamente mais vantajosa *enquanto acionista* (em virtude, por exemplo, de tal decisão prejudicial à companhia ser-lhe pessoalmente vantajosa). Em outras palavras, o controlador, por ser o acionista que dirige a companhia, pode ter mais incentivos de obter vantagem privada sobre a companhia do que de agir em benefício da comunidade de acionistas.

74

Nesse sentido, no original: “The seriousness of the problem depends under each of the liability rules on the number of people whose “benefits” or “damages” one is assessing an the expense and likelihood of error in such assessment. A judgment on these questions is necessary to an evaluation of the possible economic efficiency benefits of employing one rule rather than another” (CALABRESI, Guido, MELAMED, A. Douglas. *Property Rules, Liability Rules and Inalienability: one view of the Cathedral* (1972). Disponível em: <http://www.www.uni-magdeburg.de/bizecon/material/calabresi\_melamed.1972.pdf>. Acesso em: 01 nov. 2011, p. 1.122).

75

CALABRESI, Guido, MELAMED, A. Douglas. *Property Rules, Liability Rules and Inalienability: one view of the Cathedral* (1972). Disponível em: <http://www.www.uni-magdeburg.de/bizecon/material/calabresi\_melamed.1972.pdf>. Acesso em: 01 nov. 2011, p. 1.127.

76

COOTER, Robert; ULEN, Thomas. *Law & Economics*. 4a ed. Pearson Addison-Wesley: Nova York, 2004, p. 79.

77

CF CALABRESI, Guido, MELAMED, A. Douglas. *Property Rules, Liability Rules and Inalienability: one view of the Cathedral* (1972). Disponível em: <http://www.www.uni-magdeburg.de/bizecon/material/calabresi\_melamed.1972.pdf>. Acesso em: 01 nov. 2011, pp. 1.111-1.113.

Nesses casos, poderia ser mais eficiente à companhia o impedimento de voto de tal acionista conflitado.

Alguém poderia defender que, em virtude do "paternalismo", o impedimento de voto do acionista conflitado, quando tratar-se do controlador, poderia ser a opção mais custosa à companhia, uma vez que o controlador, em tese, é a pessoa mais próxima e conhecedora da companhia e dos interesses e necessidades sociais. A afirmação parece fazer todo sentido. No entanto, os próprios autores, Calabresi e Melamed, fazem um alerta que pode ser utilizado nesse ponto: em um mundo imperfeito, a premissa trazida pelo "ótimo de Pareto", de que uma pessoa será sempre a mais indicada para tomar suas próprias decisões, pode acabar se aproximando de uma situação de coerção dos demais, o que geraria perda de eficiência econômica da decisão<sup>78</sup> – situação que nos parece similar à falta de cooperação em um ambiente de barganha.

Ante o exposto, percebemos que uma análise econômica das opções regulatórias quanto ao conflito de interesses não é definitiva ou taxativa, em regra. A respeito disso, parece-nos que apenas as hipóteses de voto do acionista nas deliberações da assembleia geral relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social e à aprovação de suas contas como administrador poderiam ser analisadas *taxativamente* como regras de inalienabilidade, uma vez que indicariam, com algum grau de certeza de antemão, o impedimento de voto apriorístico e sem possibilidade de barganha. Nas demais hipóteses, notadamente à tipificação de "conflito de interesses", parece-nos não haver, de antemão, uma interpretação do art. 115, § 1º, da LSA "melhor" ou "pior" em termos de eficiência econômica para a companhia. Essa análise, portanto, deve estar de alguma forma atrelada à análise da eficiência econômica do próprio mercado (item III.1.1, acima), já que deveremos levar em conta a eventual possibilidade de barganha da questão entre os acionistas (por meio, por exemplo, de mecanismos de governança apontados pelo ente regulador como possíveis e suficientes para dirimir a questão), o nível de desenvolvimento e segurança do mercado de capitais, o grau de *expertise* e celeridade do Poder Judiciário, etc.

### 3.2. ANÁLISE DA POSIÇÃO ATUAL DA CVM QUANTO À ESTRATÉGIA REGULATÓRIA

Diante de todo o exposto, cabe então a indagação: a CVM, na decisão do Colegiado proferida no Caso Tractebel, tem se alinhado a que estratégia regulatória?

O diretor-relator Alessandro Broedel Lopes declarou entender que "a quebra eficiente de assimetria informacional e o alinhamento dos contratos são elementos essenciais para que o mercado possa funcionar"<sup>79</sup>. Na visão do referido diretor, a redução de assimetria informacional somado ao alinhamento de interesses de todos os acionistas no panorama de tomada de decisão em assembleia geral da companhia são possíveis e factíveis e, apesar de trazerem custos à primeira vista, trariam, em sequência, a melhora da visão do mercado gerando valor para a companhia. Ao assim proceder, a CVM posicionou-se de maneira bastante complexa, parecendo adotar, à primeira vista, uma estratégia intermediária. Com efeito, a estratégia anual é de analisar se há ou não, em cada caso, existência de um conflito aberto e evidente de interesses, hipótese em que deverá ser aplicada o impedimento de voto. Para os demais casos, a CVM não se furtará de analisar se houve, em cada hipótese, algum prejuízo sofrido pela companhia em virtude do voto do acionista eventualmente em conflito, o que demonstraria haver também uma análise *ex post*.

Verificaremos a seguir, no item a seguir deste artigo (item 3.3 abaixo), quais as implicações e dificuldades práticas de tal opção regulatória. Nesse momento, buscaremos analisar se a decisão proferida no Caso Tractebel foi uma opção regulatória eficiente do ponto de vista do *mercado de capitais* e da *companhia*.

O Brasil é um país cujo Poder Judiciário deixa a desejar em termos de agilidade<sup>80</sup> e *expertise* quanto a questões societárias<sup>81</sup>, que exigem um nível

79 Declaração de Voto do diretor Alessandro Broedel Lopes, Processo Administrativo CVM RJ nº 2009-13179.

80 Segundo dados da Fundação Getúlio Vargas do Rio de Janeiro, em 2010, nas Justiças Estadual, Federal e do Trabalho do Brasil entraram nada menos do que 24,2 milhões de processos. No mesmo período, apenas 22,2 milhões de sentenças foram produzidas. Isso dá um saldo de entrada de 2 milhões de processos a mais do que o número de sentenças. Nesse sentido, está-se falando de "mais de 60 milhões de processos aguardando julgamento, sem contar STJ e STF, que não respondem a essa pesquisa do CNJ. No atual ritmo, nosso Judiciário levará nada menos do que 30 anos para responder à essas demandas". (Dados disponíveis em: <http://www.supremoemnumeros.com.br/2011/350/>. Acesso em: 13 nov. 2011).

81 Muito embora haja de fato uma tendência de criação de varas especializadas no país (os estados de Minas Gerais, Goiás e Rio de Janeiro já contam com varas empresariais e o Tribunal de Justiça de São Paulo já estuda a possibilidade de também fazê-lo), essa tendência parece longe de ser

de aprofundamento teórico muitas vezes bastante alto. É ainda necessário recordar que a legislação processual brasileira impõe pesadas custas e despesas processuais<sup>82</sup>, bem como o ônus de prova<sup>83</sup>, àquele que tem a iniciativa de propor uma ação judicial. Em outras palavras, entre nós, medidas regulatórias *ex post* parecem longe de se tornarem uma constante concreta, na medida em que não dispomos de um fácil acesso à Justiça e à tutela jurisdicional. Nesse sentido, a fim de “compensar” as fracas regras de natureza privada *ex post* existentes na legislação e nas práticas e condutas judiciais e jurisdicionais brasileiras, a estratégia regulatória eficiente no que diz respeito ao tema do conflito de interesses que melhor se adequaria à realidade brasileira parece mesmo ser um *controle preventivo forte*.

A CVM parece ter seguido essa ideia em seu fundamento último. Embora à primeira vista a estratégia regulatória adotada possa parecer uma terceira via entre a ideia de conflito formal e conflito material, não há como negar que a opção feita pelo ente regulador brasileiro indica a interpretação do dispositivo legal como hipótese de conflito formal de interesses. No entanto, pelo fato de ter determinado um exame *ex post*, para aqueles casos em que não houver impedimento de voto, a CVM parece não ter dado a devida e necessária ênfase às regras de natureza privada *ex ante* de forma geral.

Tivesse a CVM optado rigorosa e exclusivamente pelo conflito formal de interesses, parecer-nos que seria coerente ter aceitado, no caso concreto, a proposta de adoção do comitê independente sugerido pela Tractebel a fim de atribuir neutralidade e imparcialidade às negociações da operação. Assim, entendemos que se a autarquia tivesse expressamente interpretado o art. 115, §1º, da LSA como hipótese de conflito formal de interesses, sem qualquer alusão a uma “terceira corrente” e sem mencionar a possibilidade de um controle *ex post*, deveria ter sido mais enfática quanto ao impedimento de voto aprioristicamente e sugerido mais concretamente outros mecanismos de governança que pudessem mitigar um eventual conflito de interesses – já que não aceitou a proposta feita pela Tractebel quanto ao comitê independente.

realizada na prática em todo o território nacional. E, mesmo que seja implementada de fato, a existência de varas especializadas não mitigará o problema da especialização dos magistrados em sede recursal.

82 Lei nº 11.608, artigo 4º, inciso I e §1º Artigo 19 do Código de Processo Civil.

83 Em regra, é do Autor o ônus de provar o quanto alega (artigo 333, I, Código Processo Civil), sendo as exceções apenas hipóteses taxativas da lei (inversão do ônus da prova quando há hipossuficiência presumida pela lei, como o caso de consumidor – artigo 6º do Código de Defesa do Consumidor).

Em vez disso, no entanto, foi menos rigorosa na elaboração das regras *ex ante* e buscou suprir tal “lacuna” regulatória de controle apriorístico por um exame de eventuais danos e prejuízos verificados em momento posterior à operação, o que não nos parece adequado, visto o perfil do Poder Judiciário brasileiro.

A par das implicações jurídicas e práticas de tal opção regulatória, a decisão da CVM no Caso Tractebel:

- (i) não fortaleceu as medidas regulatórias *ex ante*<sup>84</sup>, o que seria necessário ao interpretar, essencialmente, o art. 115, §1º, como hipótese primeira de impedimento de voto. Nesse aspecto, a decisão da CVM no caso em comento perdeu valiosa oportunidade de traçar linhas mais nítidas sobre as alternativas de que poderiam dispor os acionistas em eventual conflito para dirimir esse problema, como por exemplo, (a) estabelecer obrigações mais rigorosas quanto ao *disclosure* do potencial conflito de interesses à companhia e ao mercado; e, (b) indicar concretamente quais os mecanismos de governança seriam suficientes para demonstrar e comprovar que o acionista em suposto conflito agiria de acordo com o interesse da companhia, de sorte que seu voto venha a ser possível, ainda que seja parte de contrato com a companhia. Aliás, a CVM não apenas silenciou quanto a tais mecanismos de governança, mas pareceu um tanto contraditória ao afastar a proposta feita pela Tractebel quanto ao recurso a um comitê independente nesse sentido.

- (ii) buscou “compensar” a ausência de medidas regulatórias *ex ante* com um exame *ex post*, sem, no entanto, dispormos em nosso país da estrutura judiciária, jurisdicional e legislativa para tanto.

A conclusão a que se chega é de que, em termos de eficiência econômica do mercado de capitais, a opção regulatória feita pela CVM no Caso Tractebel não nos parece a mais adequada, uma vez que expressa adotar uma “terceira via” entre a interpretação pelo conflito formal e conflito material de interesses, que trata essencialmente, a bem da verdade, de uma clara opção pelo impedimento do voto. Assim é que, na prática, houve a interpretação genuína do art. 115, §1º, da LSA como hipótese de conflito formal de interesses, com o agravante de

84 Como, por exemplo, propor concretamente medidas de governança que pudessem legitimar a operação, como a criação de um comitê independente.

não ter fortalecido as demais medidas regulatórias *ex ante*, o que seria necessário em virtude de tal opção regulatória.

No que se refere à eficiência econômica para a própria companhia, a decisão da CVM adquire nuances peculiares. Intencionalmente ou não, a CVM considerou que os custos envolvidos em uma análise de conflito *a posteriori*, no Brasil, são evidentemente mais elevados do que os custos de impedimento de voto, em virtude das características do Poder Judiciário brasileiro. Nesse contexto, portanto, em um primeiro momento, ao impedir o voto do acionista controlador da Tractebel, a CVM parece ter garantido mais eficiência para a companhia. No entanto, pelo fato de a Tractebel ter sugerido a constituição de um comitê independente para diminuir o problema do potencial conflito de interesses, e de tal sugestão ter sido rejeitada pela CVM, uma decisão mais eficiente para a companhia poderia ter sido a aceitação do comitê independente e a permissão de voto do acionista controlador pela CVM – o que garantiria (i) a diminuição dos custos externos (“moralismos”), uma vez que haveria um mecanismo de governança destinado a proteger os investidores; e (ii) o fim do problema de assimetria de informação, uma vez que o controlador, na posição de líder da companhia, manifestaria seu voto, em um ambiente de cooperação criado pelos elementos independentes componentes do comitê.

Não se está aqui a defender a interpretação do conflito de interesses como uma hipótese de impedimento de voto ou de conflito material. O que aqui se pretende destacar são as incongruências da decisão do colegiado da CVM ao optar pela estratégia regulatória eleita no Caso Tractebel, bem como seus efeitos em termos de eficiência econômica. A seguir, verificaremos os problemas de natureza prática trazidos pela mesma decisão.

### III.3. ANÁLISE DA POSIÇÃO ATUAL DA CVM QUANTO AOS EFEITOS PRÁTICOS

A posição atual da CVM traz algumas complexidades e questões de difícil solução. A primeira delas, e mais óbvia, é a dificuldade de antecipação pelos agentes do mercado de quando e como o impedimento de voto será aplicável, dado que não é possível criar uma regra de aplicação imediata para resolver todas as situações nas quais haja possível conflito de interesses. A estratégia atual de analisar se há ou não, em cada caso, existência de um conflito aberto e evidente de interesses coloca-nos em uma posição de difícil aplicação diante

da evidente subjetividade da decisão, da multiplicidade de situações em que podem estar os acionistas de uma companhia e da diversidade de interesses que tais acionistas podem ter, sejam eles minoritários ou controladores<sup>85</sup>. A decisão do Caso Tractebel ajuda-nos a entender a abordagem do tema dada pela CVM e a antecipar a decisão que seria preferida em caso idêntico ou muito semelhante – a celebração de contrato bilateral entre a companhia e o acionista – mas não permite que os agentes de mercado saibam, de antemão, se seu voto estará ou não impedido na assembleia em outros casos que possam suscitar a questão do conflito de interesses, já que uma análise casuística será sempre indispensável<sup>86</sup>.

A dificuldade de se determinar os limites do conflito *a priori* em cada caso pode levar a situações absurdas e insustentáveis, como, por exemplo, sustentar que o controlador não poderia votar em si mesmo para o cargo de administrador da sociedade ou defender que haveria conflito para o acionista não controlador titular de ações preferenciais ou de ações ordinárias que votasse em si mesmo para a eleição de cargo de conselheiro de administração ou fiscal<sup>87</sup>. A alteração do posicionamento da CVM é tão significativa que não é difícil imaginar o mesmo argumento do Caso Tractebel sendo aplicado por minoritários em diversas outras situações, como, por exemplo, assembleias para alterações nas cláusulas de dispersão acionária (*poison pills*) que eventualmente criem benefícios ao controlador e prejuízos financeiros aos minoritários, bem como qualquer tipo de contrato com partes relacionadas ao controlador<sup>88</sup>. Assim, não é de se estranhar que, após o Caso Tractebel, a questão do conflito de interesses tenha

85 Nesse sentido, Alfredo Lamyr Filho e José Luiz Bulhões Pedreira já advertiram: “A pessoa que é acionista desempenha, simultaneamente, diversos outros papéis sociais, nos quais busca fins e tem interesses que são estranhos aos da companhia, ou com eles conflitam. Pode, por exemplo, ser administrador ou empregado da companhia, fornecedor de bens ou de serviços adquiridos pela companhia ou comprador de seus produtos, empresário de empresa concorrente, parente de algum de seus diretores ou seu acionista controlador” (A Lei das S.A. São Paulo. Renovar, 2ª ed., 2º volume, pp. 228-229.)

86 Não por outra razão asseverou o diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos no Caso Previl o seguinte: “em minha opinião, quando há referência genérica, (...) dada a subjetividade da avaliação e a largueza do conceito, parece-me impensável que a avaliação primeira do conflito de interesse fosse de outra pessoa que não o acionista interessado, pois só ele poderá, antes mesmo de proferir o voto, avaliar se está em conflito de interesses ou não com a companhia na deliberação, inclusive porque somente ele sabe o teor do voto que proferirá, até mesmo em razão de o conflito poder resultar de uma situação que nem transpareça formalmente, mas onde ainda assim exista o conflito.”

87 Cf. Voto do diretor do diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos, Processo Administrativo CVM RJ nº 2002-1153.

88 Arma para os minoritários, *Revista Capital Aberto*, n.º 94, p. 38.

entrado definitivamente no radar dos minoritários e já tenham sido constatadas outras manifestações fundadas nessa problemática.

O primeiro caso, por exemplo, foi trazido pela Previ, queixando-se sobre a Usiminas, companhia da qual detém 5,8% do capital total. A Usiminas convocou assembleia geral para mudar o critério de avaliação de suas ações em casos de reembolso dos acionistas, propondo substituir o valor econômico pelo valor do patrimônio contábil. A fundação argumentou que o grupo de controle — composto de Nippon Steel, Votorantim, Camargo Corrêa e Caixa dos Empregados da Usiminas — deveria ter-se isentado de votar por força de um conflito de interesses. O conflito, nesse caso, baseava-se na suposição de que a mudança do critério de apuração do valor das ações tinha como objetivo facilitar alterações no bloco de controle que seriam de interesse do controlador. Outro episódio sobre o mesmo tema refere-se à entrada da Portugal Telecom (PT) no capital da Oi — a operação foi realizada por meio de venda de participação dos controladores e de um aumento de capital de mais de R\$ 8 bilhões nas empresas do grupo. No caso, o fato de os próprios controladores terem deliberado a venda de suas participações e as condições do aumento de capital fez com que os investidores vissem aí um conflito: os donos da companhia adquiriram muitos recursos ao vender parte de suas ações e, portanto, estariam mais propensos a tolerar um aumento de capital fortemente diluidor. Aos minoritários, no entanto, restaria apenas a chance de acompanhar a capitalização para não serem diluídos<sup>90</sup>. Os exemplos acima demonstram que o espectro de abrangência da atual posição da CVM só tende a crescer para muito além da hipótese do contrato bilateral entre acionista e companhia impulsionado pelos pleitos dos minoritários. Esse fenômeno, sem dúvida, exigirá uma postura ativa da CVM e fará com que grande parte da análise e compreensão do tema baseie-se em julgados e decisões sobre o assunto.

Outro ponto problemático e ainda muito pouco discutido diz respeito aos acionistas autorizados a votar quando nos depararmos com uma situação de impedimento de voto do controlador. A criação desse tipo de regra, pode, em última instância, inviabilizar parte da gestão da companhia pelo controlador, passando-a, por exemplo, para os minoritários. No entanto, como se sabe, o conflito de que trata o art. 115, § 1º, não é entre acionistas majoritários e minoritários, mas sim entre o acionista votante, seja ele controlador ou

minoritário, e a sociedade. A regra do conflito de interesses, a do voto abusivo e as demais dispostas no art. 115 da LSA existem para proteção da companhia e dirigem-se tanto ao acionista controlador quanto ao acionista minoritário<sup>90</sup> (como determina o próprio art. 115, *caput*, da LSA ao dizer que "o acionista deve exercer o direito de voto no interesse da companhia"<sup>91</sup>). Assim sendo, impedir o voto do controlador por conflito de interesses não significa que os minoritários estejam desimpedidos ou menos conflitados para votar. Apenas como exemplo, em uma operação de incorporação ou incorporação de ações, em que se negocia a relação de troca de ações de todos os acionistas, pode ser que tampouco os minoritários sejam considerados desinteressados e isentos de conflito, colocando em xeque a própria possibilidade de aprovação de determinadas matérias ou sujeitando-as à deliberação de acionistas que tem pouca representatividade ou interesse na companhia.

Dessa questão — a de determinar a quem cabe ou não o voto — decorre outro problema relevante levantado pelo diretor Luiz Antônio de Sampaio Campos no Caso Previ, mas aparentemente ainda não respondido. Diz o diretor:

"se o voto proferido pelos acionistas a quem seria permitido votar contrariasse o interesse social, o máximo que se obteria seria a reconsideração do voto, mas jamais a aprovação da deliberação, já que, nessa hipótese não haveria a possibilidade de uma decisão judicial que suprisse a manifestação — ou a não manifestação — de vontade dos acionistas. Não se atingiria jamais o conteúdo positivo de uma deliberação, mas apenas a desconstituição dos votos viciados."<sup>92</sup>

90

Cf. voto do diretor do diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos no Caso Previ. No mesmo sentido, (i) José Alexandre TAVARES GUERREIRO expõe que o conflito que se regula é entre o acionista e a sociedade ao dizer que "reconhece-se, em primeiro lugar, que o interesse particular de cada sócio, não como sócio, mas como pessoa, pode conflitar com o interesse da sociedade. A lei 6.404 acolhe tal dicotomia nos §§ 1º e 4º do art. 115." (*Conflitos de Interesse entre Sociedade Controladora e Controlada e entre Coligadas, no Exercício do Voto em Assembleias Gerais*. In *Revista de Direito Mercantil, Econômico e Financeiro*, n. 51, pp. 29-32 - p. 32); e (ii) Luiz Gastão Paes de Barros LEFÊS quando assevera que "ocorre, destarte, a figura do voto conflitual quando o acionista exerce o seu poder de voto, orientando-o no seu interesse particular, não como sócio, mas como pessoa, com sacrifício do interesse social" (*Estudos e Pareceres sobre Sociedades Anônimas*. São Paulo, RT, 1989, p. 24).

91

Por interesse da companhia, deve-se entender não a somatória dos interesses particulares dos sócios, ou como interesse autônomo desvinculados interesses dos sócios, mas como o interesse comum dos sócios enquanto tais, notreados no sentido da realização do interesse social.

92

No mesmo sentido, Erasmo Valladao Azevedo e Novares FRANÇA. *Conflito de Interesses: Formal ou Substancial? Nova Decisão da CVM Sobre a Questão*. In *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 128, pp. 225-262 - p. 261.

De fato, caso os votos dos minoritários também fossem posteriormente desconstituídos, dificilmente seria possível dar conteúdo positivo a alguma deliberação da companhia, o que pode, na prática, inviabilizar a gestão dos negócios sociais.

Sob o ponto de vista prático, o atual posicionamento da autarquia traz a questão de identificar quem, *a priori*, pode dizer que o acionista está em conflito? Na realização de uma assembleia, caberá ao presidente da mesa dirimir eventual conflito suscitado? Fábio K. Comparato sustenta a opinião de que a mesa diretora teria sim o poder de não computar votos conflitados quando se tratar de um conflito aberto e aparente<sup>93</sup>, mas a delimitação dos poderes do presidente da mesa não são tão claros em nossa legislação<sup>94</sup>. Independentemente da possibilidade ou não da desconsideração do voto pelo presidente, a questão, mais uma vez, seria determinar quando o conflito é evidente e quando não é.

Merece ainda ser mencionada a questão levantada nos votos de alguns diretores no Caso Tractebel quando mencionam a possibilidade de criação de mecanismos de governança para solucionar o problema do conflito de interesses. O diretor Alessandro Broedel Lopes, em seu voto, diz que “é inegável que as soluções organizativas de conflitos, surgidas através de mecanismos criados, inclusive, pelos próprios participantes do mercado, devem ser avaliadas e, quando possível, incentivadas. (...) Assim, receio que uma perspectiva muito rígida, que por vezes vigora para os defensores da doutrina do conflito formal, possa levar-nos a ignorar a capacidade do mercado de, por mecanismos de governança, criar formas de mitigação e até resolver o problema do conflito de interesses.” Nesse contexto, argumenta o diretor, se o acionista fizer prova de que agirá de acordo com o interesse da companhia por meio de algum mecanismo de governança, o seu voto será possível, ainda que seja parte de contrato com a companhia. Entretanto, como vimos no Caso Tractebel, a proposta de adoção de comitê independente nos moldes daqueles preconizados pelo Parecer 35 não

foi acatada como medida mitigadora suficiente para a questão do conflito de interesses. Fica então a pergunta: quais mecanismos de governança poderiam ser esses que solucionariam as contraposições de interesses entre acionistas e a companhia? Estranhamente, o comitê independente sugerido pelo Parecer 35 foi aceito como um mecanismo suficiente para dirimir os conflitos nas operações de fusão e incorporação de companhias e de incorporação de ações envolvendo a sociedade controladora e suas controladas ou sociedades sob controle comum, sabendo-se que tais atos são muitos mais drásticos para os acionistas do que a celebração de um contrato bilateral entre companhia e acionista<sup>95, 96</sup>.

Podemos verificar, portanto, que a decisão proferida no Caso Tractebel, além das implicações quanto à eficiência econômica, apresenta-nos a uma série de problemas de ordem prática que parecem um convite à criatividade do mercado para construir soluções por meio de uma verdadeira autorregulação.

#### IV. CONCLUSÃO

O art. 115, §1º, da LSA proíbe o acionista de participar de deliberações que “puderm beneficiá-lo de modo particular, ou em que tiver interesse conflitante com o da companhia”. Como vimos neste trabalho, a redação que parece clara no texto da lei tem sido foco de inúmeras discussões e interpretações em torno das definições de benefício particular e de interesse conflitante, bem como da correta aplicação de tais institutos, sem que haja unanimidade em qualquer dos lados.

A solução atual da CVM no Caso Tractebel virou o entendimento que havia sido consolidado na autarquia e aponta agora para a adoção do caminho da análise formal do conflito de interesses com o consequente impedimento do voto do acionista. Tal posicionamento parece estar em linha com a proteção

93 COMPARATO, Fábio Konder. *Control de conjunto, abuso no exercício do voto acionário e alienação indireta de controle empresarial*. São Paulo: Saraiva, 1990, p. 91.

94 Sobre os poderes do presidente da assembleia, a doutrina nacional controversa. A legislação brasileira não conferiu poderes especiais ao presidente da mesa, com exceção daquele previsto no art. 118, §8º da LSA e, ao mesmo tempo, assegurou a supremacia da assembleia geral no art. 121 da LSA. Daí nos parece que o presidente é, na verdade, delegado da assembleia, de onde derivam os seus poderes. Sendo assim, a assembleia mesmo poderia modificar a decisão do presidente. Levando isso em consideração, deixar a cargo da presidência a verificação do conflito e impedimento do voto pode ser sim questionável. Sobre as contraveniências dos poderes atribuídos ao presidente da mesa, vide LAMY FILHO, Alfredo e BUIHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Direito das Companhias*, v. I. Rio de Janeiro: Forense, 2010, pp. 921-923.

95 Na mesma linha segue Luiz Leonardo Cantidiano ao dizer que as posições da CVM no Parecer 35 e no Caso Tractebel são conflitantes. “Não entendo porque num caso pode votar e no outro, não”, questiona. “Embora o Parecer 35 trate apenas das operações de incorporação, toda vez que há impedimento formal o mesmo entendimento deveria prevalecer” (cf. Arma para os minoritários, *Revista Capital Aberto*, n.º 94, p. 38).

96 Os comitês independentes ou conselheiros de administração independentes têm desempenhado papel central em diversas jurisdições para resolução de questões de conflito de interesses. O uso de tais comitês tem diversas vantagens: são relativamente baratos, permitem que operações com valor justo e que agregam valor sejam aprovadas e isoladas de ataques de terceiros e podem levantar questionamentos das operações mais suspeitas. As desvantagens se ligam ao grau de independência efetiva dos conselheiros e dos poderes efetivos de tais conselheiros em evitar operações prejudiciais. No geral, as vantagens dos comitês ou conselheiros independentes tem se mostrado superiores a seus custos (cf. KRAAKMAN, Reinier, et al. *The Anatomy of Corporate Law – A Comparative and Functional Approach*, 2ª ed. Oxford University Press, 2009, pp. 152-164).

dos minoritários e adoção de regras mais modernas de boas práticas de administração, tendo sido comemorado por juristas de peso, tais como Calixto Salomão Filho.<sup>97</sup> Para o autor, a regra teria uma dupla função portanto: evitar decisões prejudiciais à companhia e estimular um ambiente de cooperação entre os acionistas<sup>98</sup>.

Do ponto de vista de eficiência econômica, parece ponto pacífico o fato de que, para o desenvolvimento e aquecimento de um mercado de capitais, faz-se necessária a proteção dos investidores que, somente seguros de que não serão expropriados impunemente, terão incentivo o bastante para investir e participar mais ativamente de dado mercado de capitais. Nesse ponto, verificamos que estratégias regulatórias podem ser arquitetadas de modo a tutelar os investidores, sendo capazes, portanto, de promover tal “segurança e previsibilidade” do mercado acionário, necessárias a seu desenvolvimento. Essas estratégias regulatórias, conforme verificamos em *La Porta et al.*, parecem atingir seu ponto

97

Afirma o autor que assistiu com alegria o avanço da CVM na decisão do Caso Tractebel e a retomada do entendimento de que o conflito de interesses é causa de impedimento de voto, o que veio para indicar novos rumos para a questão do conflito de interesses (cf. *O Novo Direito Societário*, 4ª edição, revista e ampliada. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 122). Ainda, entende que a regra do conflito de interesses é nuclear para controlar o exercício do poder pelo acionista controlador e fundamental para a criação de um ambiente societário de cooperação, basicamente pelas seguintes razões: a primeira porque eliminaria a reputação do comportamento individualista do acionista controlador, fazendo com que os minoritários adotassem um comportamento cooperativo e não individualista; a segunda porque faria com que o “jogo” da deliberação societária não fosse de soma zero (pois havendo interesse individual em determinada decisão, tudo que a companhia perder reverterá em benefício do controlador), aumentando ainda mais o nível de cooperação entre os acionistas. Como se vê, a opinião do autor é baseada na teoria dos jogos, segundo a qual o comportamento individual dos agentes é fortemente influenciado pela estrutura de relacionamento interindividual existente entre eles. Se a estrutura estimula a cooperação, haverá a cooperação, caso contrário não. Para determinar essa estrutura, dois são os elementos importantes: (i) reputação dos agentes; e (ii) o próprio tipo de integração (jogo de soma zero, quando tudo que uma parte ganha é perdido pela outra, e jogo de soma diferente de zero, quando uma parte ganha sem que a outra precise perder). Nesse contexto, o comportamento cooperativo é mais provável se (i) a reputação individualista dos agentes é eliminada, desestimulando o comportamento individualista dos demais agentes e inclinados a uma atitude cooperativa; e (ii) o jogo tem soma diferente de zero. A regra de conflito formal, segundo a qual o acionista não vota na deliberação, ajudará a cooperação porque retirará a reputação individualista do controlador e faria com que o jogo se transformasse em soma diferente de zero (cf. COMPARTATO, Fábio Konder e SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, 4ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005, pp. 388-389).

98

Não obstante, o autor faz uma crítica à regra de conflito baseada no interesse social, dada a dificuldade em defini-lo e de sua aplicação. Sugere, ainda, que “a tradicional classificação entre hipóteses de conflito de interesse formal e material deve então ser revisada (...) para ser transformada em diferença entre situações em que se verifica forte perigo de comportamento incorreto e situações em que isso não ocorre. (...) Haverá conflito formal toda vez que a priori o agente responsável pela decisão (acionista controlador ou administrador) tiver interesse pessoal e direito na decisão a ser tomada. Como interesse direito deve-se entender toda aquela hipótese em que o gestor for direta contraparte ou de qualquer forma tiver interesse maior na contraparte da sociedade.” (SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Novo Direito Societário*, 4ª edição, revista e ampliada. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 64).

ótimo quando combinadas de forma a privilegiar um controle apriorístico forte (normas privadas *ex ante*; i.e., impedimento de voto, obrigação de constituição de um comitê independente, etc.) ou um controle posterior efetivo (normas privadas *ex post*; i.e., garantia de acesso ao Judiciário e à tutela jurisdicional).

No caso brasileiro, verificamos que a CVM optou por interpretar o art. 115, §1º, I, SA, como hipótese de impedimento de voto, tendo afastado, no entanto, a sugestão da Tractebel acerca da constituição de um comitê independente. Ao assim proceder, parece-nos, a CVM não privilegiou de forma suficiente as normas privadas *ex ante* – o que seria necessário, considerando que em nosso país não são poucas as mazelas do Poder Judiciário, de sorte a tornar pouco efetivo um controle posterior de condutas. Nesse sentido, a estratégia regulatória eleita pela CVM não parece suficientemente eficaz a incentivar os investidores a desenvolverem o mercado acionário – o que a torna uma estratégia regulatória pouco eficiente do ponto de vista de incentivo ao desenvolvimento econômico do mercado de capitais.

Do ponto de vista da eficiência econômica para a própria companhia, a mesma falha parece ter ocorrido. Conforme verificamos, não se pode, de maneira apriorística, indicar qual o tratamento regulatório adequado a uma situação sem antes verificar as circunstâncias concretas, a fim de analisar, por exemplo, (i) se os custos de transação envolvidos em cada hipótese são claros e conhecidos; (ii) se existe a possibilidade de livre barganha entre os agentes envolvidos, bem como mecanismos institucionais que se prestem a esse fim; (iii) se existem custos externos imensuráveis que podem resultar de uma conduta ou de uma livre barganha entre os agentes; e, (iv) se a situação verificada pode ser tipificada como uma situação de paternalismo.

No caso concreto do conflito de interesses envolvendo a Tractebel, a CVM, no sentido de decidir de forma mais eficiente para a própria companhia, poderia (i) ter aceitado a sugestão de constituição do comitê independente e permitido o acionista controlador de votar; o fato de a companhia ter sugerido a constituição de um comitê independente, parece-nos, (a) representaria uma composição entre os acionistas resultante de uma situação de barganha, demonstrando cooperação entre os agentes; (b) teria mitigado a questão dos custos externos (“moralismos”) e do paternalismo, uma vez que teria sinalizado a intenção de proteger seus investidores, com a tomada de uma decisão neutra e imparcial, e o fato de que o acionista controlador buscava assegurar o melhor interesse

da companhia – e, portanto, de si próprio enquanto acionista controlador (aquele que é mais afetado pelos rumos da companhia); ou, (ii) ter impedido de fato o voto do acionista controlador, mas ter estabelecido com segurança e mais precisão quais hipóteses poderiam ser tipificadas como situação de conflito de interesses, uma vez ser evidente que os custos envolvidos numa análise de conflito *a posteriori*, no Brasil, são mais elevados do que os custos de impedimento de voto, considerando o Poder Judiciário brasileiro e as dificuldades de uma tutela jurisdicional célere e efetiva.

Na hipótese (i), a CVM teria optado pela interpretação do dispositivo legal como uma regra de propriedade e na hipótese (ii), como uma regra de inalienabilidade. Considerando que, quando há cooperação entre os agentes, a opção por regras de propriedade é mais eficiente do que a opção por regras de inalienabilidade, podemos concluir que a hipótese (i) seria ainda a mais desejável. Com efeito, a CVM poderia ainda ter aproveitado a oportunidade de indicar ao mercado quais outros instrumentos institucionais poderiam ser utilizados entre os acionistas a fim de “instrumentalizar a barganha” entre eles, de sorte a estimulá-los a cooperarem nesse sentido. Uma decisão nessa perspectiva estaria ainda perfeitamente consonante a posição de Fábio K. Comparato e Calisto Salomão Filho, doutrina utilizada para balizar a decisão do Colegiado no Caso Tractebel<sup>99</sup>.

Do ponto de vista prático, a estratégia regulatória da CVM igualmente se mostra problemática. Além da questão relativa à identificação imprecisa das situações típicas de conflito de interesses evidente, a CVM ainda parece ter perdido uma valiosa oportunidade de sinalizar com mais nitidez os mecanismos de governança que entende hábeis a dirimir a questão do conflito de interesses, necessária à segurança e previsibilidade do mercado acionário brasileiro.

Por fim, do ponto de vista da análise evolutiva de entendimento da CVM, depende-se ainda certa incongruência quando analisamos o assunto sob a ótica do grau de concentração de controle no País. Na época em que falávamos na presença praticamente unânime de empresas de controle concentrado no Brasil, a tendência da CVM era seguir o critério da análise do conflito de interesses *a posteriori*, ou seja, permitia-se o exercício do voto pelo controlador e eventual conflito ou benefício era apurado apenas posteriormente ao conclave.

Já no momento em que o País mostra-se a caminho de maior pulverização do controle das empresas<sup>100</sup>, verifica-se a opção da CVM pela análise formal de eventual conflito ou benefício, isto é, o controlador estará previamente impedido de exercer o voto, justamente em situações cujos conflitos de agência são transferidos da esfera do controlador para a dos administradores.

O artigo pretendeu demonstrar brevemente a linha evolutiva do entendimento da CVM quanto à questão do conflito de interesses, seu atual posicionamento e sua respectiva implicação prática e teórica. Buscamos apontar que não há, aprioristicamente, um modelo regulatório “ideal” em termos absolutos quanto à questão do tratamento do conflito de interesses, de sorte que concluimos pela necessidade de análise de elementos internos e externos de dado mercado de capitais para chegarmos à estratégia regulatória que a ele melhor se adequa em termos de eficiência e perspectivas práticas. No entanto, no caso específico da Tractebel, procuramos demonstrar que o norte utilizado pela CVM em tal decisão parece essencialmente acertado, muito embora haja muito ainda a ser feito no sentido de ajustar esse direcionamento à realidade brasileira.

## V. BIBLIOGRAFIA

- BAINBRIDGE, Stephen M. *Corporation law and economics*. Nova York: West Group, 2002.
- BOBBIO, Norberto. *Da estrutura à função*. Manole: São Paulo.
- CALABRESI, Guido, MELAMED, A. Douglas. *Property Rules, Liability Rules and Inalienability: one view of the Cathedral*. (1972). Disponível em: <<http://www.www.uni-magdeburg.de/bzaccow/material/calabresi.melamed.1972.pdf>>. Acesso em 01nov2011.
- CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. vol. 2. 2ª ed. São Paulo: Saraiva, 1998.
- \_\_\_\_\_. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2008.
- COOTER, Robert, ULEN, Thomas. *Law & Economics*. 4a ed. Pearson Addison-Wesley: Nova York, 2004.
- COMPARATO, Fábio Konder. *Controle conjunto, abuso no exercício do voto acionário e alienação indireta de controle empresarial*. São Paulo: Saraiva, 1990.
- 100 Já há atualmente, no Novo Mercado, uma tendência à dispersão do capital social que não era característica do mercado acionário brasileiro até o ano de 2004. Erika CORÇA fez análise empírica da matéria com base nos dados de 2006 e 2007 para concluir que, das 92 companhias listadas, 65 eram destituídas de controlador majoritário (ou 45, caso considerados os efeitos dos acordos de acionistas) (*Changing the paradigm of stock ownership from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries*. In *Northwestern Journal of International Law & Business*. Disponível em: <[http://extranet.isnet.org/ipload/Isnet2009/gorça\\_Corça\\_Final\\_Isnet.pdf](http://extranet.isnet.org/ipload/Isnet2009/gorga_Corça_Final_Isnet.pdf)>. Acesso em 01nov2011). O estudo de Erick OJOU, ao analisar 92 das companhias brasileiras listadas no Novo Mercado aponta que (i) 17,39% das companhias declararam não possuir acionista controlador; e (ii) 49% das companhias não possuíam controlador majoritário (*Orienta Pública de Aquisição do Controle de Companhias Abertas*. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 61).

99 CC COMPARATO, Fábio Konder e SALOMÃO FILHO, Calisto. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. 4ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005, pp. 388-389 – ver nota 92 deste artigo.

- CUNHA, Rodrigo Ferraz Pimenta da. *Estrutura de Interesses nas Sociedades Anônimas – hierarquia e conflitos*. São Paulo: Quartier Latin, 2007.
- CUNHA PEIXOTO, Carlos Fulgêncio da. *Sociedades por Ações: comentários ao Decreto-lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940, com as alterações da Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965, Lei do mercado de capitais, v. 3*. São Paulo: Saraiva, 1972-73.
- DIANKOV, S. LA PORTA, R., LOPES DE SILANES, F & SHLEIFER, A. *The Law and Economics of Self-Dealing* (2008). Disponível em: <www.nber.org/papers/w11883>. Acesso em 01-out-2011.
- FARLA, José Eduardo. *Direito e Conjuntura*. 2a. ed. Saraiva: São Paulo, 2010.
- FRANCA, Erasmo Valladão Azevedo e Noves. *Açãoista Controlador – Impedimento ao Direito de Voto*. In Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, n. 125, p. 139-172.
- \_\_\_\_\_. *Ainda o conceito de benefício particular: anotações ao julgamento do Processo CVM n. RJ-2009/5.811*. In Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, n. 149/150, p. 293-322.
- \_\_\_\_\_. *Conflito de Interesses nas Assembleias de S.A.* São Paulo: Malheiros, 1993.
- \_\_\_\_\_. *Conflito de Interesses: Formal ou Substancial? Nova Decisão da CVM Sobre a Questão*. In Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, n. 128, p. 225-262.
- GORGA, Erica. *Changing the paradigm of stock ownership from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries*. In Northwestern Journal of International Law & Business. Disponível em: <http://extranet.ismc.org/uploads/issue2009/go/goga\_Final\_Ismic.pdf>. Acesso em 01-nov-2011
- GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Conflitos de Interesse entre Sociedade Controladora e Controlada e entre Controlados, no Exercício do Voto em Assembleias Gerais*. In Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, n. 51, p. 29-32.
- IRTI, Natalino. *Il carattere politico-giuridico del mercato*. Disponível em: <http://www.mi.camcom.it/upload/file/1335/667535/FILENAME/irtu.pdf>. Acesso em 01-out-2011.
- \_\_\_\_\_. *L'ordine giuridico del mercato*. Roma: Gius, Laterza&Figli, 2003.
- KRAAKMAN, Reinier, et al. *The Anatomy of Corporate Law – A Comparative and Functional Approach*. 2ª ed Oxford University Press, 2009.
- LAMY FILHO, Alfredo. *Temas de S.A., Exposições e Pareceres*. Rio de Janeiro: Renovar, 2007.
- LAMY FILHO, Alfredo e BUIHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Direito das Companhias*, v. I. Rio de Janeiro: Forense, 2010.
- LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A., VISHNY, R. W. *Legal Determinants of External Finance* (2001). Disponível em: <http://www.economics.harvard.edu/files/faculty/56\_LegalDeterminants.pdf>. Acesso em 01-nov-2011.
- LEFÈS, Luiz Gastão Paes de Barros. *Estudos e Pareceres sobre Sociedades Anônimas*. São Paulo: RT, 1989.
- \_\_\_\_\_. *Pareceres*. vol. I e vol. II. São Paulo: Singular, 2004.
- \_\_\_\_\_. *Conflito de Interesses e Vedação de Voto nas Assembleias das Sociedades Anônimas*. In Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, n. 92, p. 107-110.

LUCENA, José Waldecy. *Das Sociedades Anônimas, Comentários à Lei*. Vol. I. Rio de Janeiro: Renovar, 2009.

NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Conflito de interesses no exercício do direito de voto nas sociedades anônimas: 1ª parte*. In Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, n. 24, p.140-156.

\_\_\_\_\_. *Conflito de interesses no exercício do direito de voto nas sociedades anônimas: 2ª parte*. In Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, n. 25, p.82-103.

OIOLI, Erick. *Oferta Pública de Aquisição do Controle de Companhias Abertas*. São Paulo: QuartierLatin, 2010.

SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Novo Direito Societário*. 4ª edição, revista e ampliada. São Paulo: Malheiros, 2011.

SCHMIDT, Dominique. *Conflits d'intérêt dans la société anonyme*. Paris: Joly Editions, 2004.

## REFERÊNCIAS AOS LINKS RELATIVOS AOS CASOS E DECISÕES DA CVM

- Caso Tim. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/descol/resp.asp?file=2009-026ED15072009.htm>. Acesso em: 06.02.2012.
- Caso Prewi. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2002/ordinario/inqueritos/TARJ2002\_1153.asp>. Acesso em: 06.02.2012.
- Caso Duratex. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/descol/resp.asp?file=2009-028D28072009.htm>. Acesso em: 06.02.2012.
- Caso Tracebel. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/descol/resp.asp?file=2010-035D09092010.htm>. Acesso em: 06.02.2012.
- Lei de Delaware – *Delaware General Corporation Law*
- Disponível em: <http://delcode.delaware.gov/title8/c001/sc04/>. Acesso em: 10out2011.
- Regras de listagem da bolsa de valores de Nova Iorque – *Nasdaq Center Listing*
- Disponível em: <https://listingcenter.nasdaq.com/assets/RegRequirements.pdf>. Acesso em: 10out2011.
- Regulamento S-K, Item 404, SEC (*Security Exchange Commission*).
- Disponível em: <http://www.sec.gov/divisions/corpfin/guidance/ceccomp404interp.htm>. Acesso em: 10out2011.
- Regras de listagem da bolsa de valores do Reino Unido – *UK Financial Services Authority Listing Rules*.
- Disponível em: <http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/LR>. Acesso em: 10out2011.
- Dados referentes ao acesso ao Poder Judiciário.
- Disponível em: <http://www.supremocmnumerous.com.br/2011/350/>. Acesso em: 13nov2011.

## VI. ÍNDICE REMISSIVO

### ACIONISTAS

- benefício particular: 114-120

### CONFLITO DE INTERESSES

- conflito formal: p. 106-111, 118-120, 135-137, 143-151.

- conflito material: p. 111-113, 118-120, 122, 137-138, 143-151.

### MERCADO DE CAPITAIS

- Caso TIM: p. 106-109, 117 e 135.

- Caso Previ: p. 109-113, 137 e 149-150.

- Caso Duratex x Satipel: p. 113-118..

- eficiência econômica: p. 124-135.

### SOCIEDADE ANÔNIMA

- eficiência econômica: p. 135-146, 151-155.

## CONFLITO DE INTERESSE NA INCORPORAÇÃO E INCORPORAÇÃO DE AÇÕES – O PARECER DE ORIENTAÇÃO Nº 34/06 E O PARECER DE ORIENTAÇÃO Nº 35/08

*Daniel de Avila Vio*

*Paulo Leonardo Casagrande*

*Ricardo Peres Freya*

### 1. INTRODUÇÃO

Em anos recentes, o mercado acionário brasileiro passou por grande desenvolvimento, com significativo número de sociedades a recorrer ao mercado de valores mobiliários para financiamento da atividade econômica.

Em paralelo, verifica-se aumento exponencial das operações de reorganização societária<sup>1</sup>, expressão ampla a abranger situações extremamente diferentes entre si, como a venda pura e simples do bloco de controle, incorporação de sociedades, incorporação de ações, cisão e realocação de ativos (as famosas operações de *drop-down*).

Tais operações implicam na reordenação das diversas situações, relações e posições jurídicas dentro da organização societária<sup>2</sup>. De fato, em tais momentos há perturbação da estabilidade institucional da sociedade, quebra da relação de confiança entre os sócios e a possibilidade de comportamento oportunista pelos titulares do poder de decisão.

Compreende-se, pois, a necessidade de disciplinar as reorganizações societárias de modo a construir um arcabouço normativo apto a (i) reduzir os custos de negociação entre as partes envolvidas a partir da alocação ótima das

<sup>1</sup> Conforme pesquisa realizada pela PricewaterhouseCoopers, a década de 2001 a 2010 experimentou a multiplicação do volume de operações, saltando de média de 384 operações entre 2002 a 2005 para uma média de 645 operações entre 2006 e 2009. O climax desse processo foi o ano de 2010, no qual ocorreram 787 operações de reorganizações societárias (PRICEWATERHOUSECOOPERS. *Fusões e aquisições no Brasil – dezembro de 2010*. 2010. Disponível em: <<http://www.pwc.com/bv/pl/estudos-pesquisas/fusoes-aquisicoes.jhtml>>. Acesso em: 05 de dez. 2011).

<sup>2</sup> WARDE JR., Walfrido. *Qual o modelo de governança corporativa que surge da disciplina das reorganizações societárias no Brasil?*. In: \_\_\_\_\_, *Fusão, cisão, incorporação e temas correlatos*. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 129-221.

