



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM SEI 19957.005749/2017-29
Reg. Col. 0728/2017

Recorrente: Estado de São Paulo

Assunto: Recurso contra entendimento da SEP: Impedimento de voto em casos de benefício particular ou conflito de interesses, nos termos do art. 115, §1º, da Lei nº 6.404/1976.

Diretor: Gustavo Machado Gonzalez

MANIFESTAÇÃO DE VOTO

I. Introdução

1. Este é o primeiro caso no qual participo onde o Colegiado é chamado a analisar a natureza das proibições de voto previstas no artigo 115, §1º, da Lei nº 6.404/1976, especialmente em casos de benefício particular ou de interesse conflitante.

2. A questão foi submetida ao Colegiado em razão de recurso interposto pelo Estado de São Paulo (“Recorrente”) contra o entendimento da Superintendência de Relações com Empresas - SEP (“SEP”) de que o Recorrente não poderia votar na assembleia geral extraordinária da Empresa Metropolitana de Águas e Energia S.A. - EMAE (“EMAE” ou “Companhia”) convocada para deliberar acerca da proposta de acordo¹ entre a EMAE e a Companhia de Saneamento Básico de São Paulo (“SABESP” e, em conjunto com a EMAE, “Companhias”) por ter interesse conflitante na aprovação da matéria, que, ademais, lhe beneficiaria de modo particular.

¹ O acordo regula os termos e condições para o encerramento de litígios entre SABESP e EMAE decorrentes da captação de água, pela primeira, de reservatórios da segunda, sem a devida contraprestação.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

3. Primeiramente, eu acompanho as conclusões do Diretor Pablo Renteria quanto à inexistência de benefício particular no caso.

4. Com relação ao conflito de interesses, divirjo dos demais Diretores por entender que a Lei das Sociedades por Ações regula as hipóteses de conflito de interesse a partir de uma análise substancial. Nessa perspectiva, as situações de conflito de interesses dizem respeito somente àquelas situações em que o acionista possui um interesse conflitante com o da companhia e vota em sacrifício do interesse social. Como tal juízo somente pode ser feito **a posteriori**, à luz das circunstâncias específicas do caso, entendo que, em nosso regime, o conflito de interesses não autoriza o impedimento de voto, mas sim a anulabilidade do voto proferido em prejuízo da companhia.

5. Organizei o meu voto em sete seções, incluindo esta introdução. Na próxima parte (seção II), trato dos deveres e responsabilidades dos administradores em operações envolvendo potenciais conflitos de interesse, com foco nas transações entre partes relacionadas.

6. Na sequência, passo ao exame do conflito de interesses nas assembleias gerais. Dividi minhas considerações sobre o assunto em quatro partes. Na primeira (seção III), explico as razões pelas quais entendo que o regime da Lei nº 6.404/1976 para conflitos de interesse é baseado em uma revisão substancial e não em uma proibição formal. A corrente do conflito material, à qual me filio, prevaleceu no Colegiado da CVM entre 2002² e, ao menos formalmente, 2010³. Os argumentos de ambas as correntes já foram muito bem desenvolvidos na doutrina e em decisões anteriores da CVM. Antecipo não ter nenhum novo coelho para tirar da cartola: pretendo, somente, fazer alguns breves contrapontos, na perspectiva do conflito substancial, àqueles que, a meu ver, são os

² Inquérito Administrativo CVM nº TA-RJ2001/4977 e TA-RJ2002/1153, j. em 06.11.2002.

³ Processo Administrativo nº RJ2009/13179 (“Caso Tractebel”), j. em 09.09.2010. Embora essa decisão marque, oficialmente, a mudança de posição do Colegiado acerca da matéria, o Parecer de Orientação CVM nº 35, editado em 02.09.2008, já indicava uma mudança de orientação, embora não tenha tratado diretamente da regra geral aplicável aos conflitos de interesses em assembleias gerais constante do §1º do artigo 115 da Lei nº 6.404/1976.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

principais argumentos utilizados para justificar o posicionamento predominante desde o Caso Tractebel.

7. Nas seções seguintes (IV a VI), eu continuo examinando alguns dos argumentos do Caso Tractebel, com foco nas considerações econômicas e funcionais⁴ que receberam destaque naquela decisão. Finalmente, na sétima e última seção deste voto eu faço breves ponderações acerca do atual regime da nossa lei societária para lidar com os conflitos de interesses e me arrisco a fazer algumas proposições para o seu aperfeiçoamento.

II. O papel dos administradores

8. A Lei nº 6.404/1976 atribui um relevante papel aos administradores na negociação de transações entre a companhia e suas partes relacionadas, a partir de um regime que conjuga deveres fiduciários com uma regra de responsabilidade⁵. A lei societária não detalha a forma como os administradores devem cumprir com o seu dever e não prescreve nenhum procedimento diferenciado para a avaliação, negociação e aprovação de tais negócios.

9. A CVM, por sua vez, tem cada vez mais enfatizado a natureza eminentemente procedimental dos deveres impostos aos administradores (especialmente o de diligência)⁶, sem, contudo, exigir a adoção de procedimentos específicos (o que fugiria da sua competência). A forma de concretização de tais deveres no contexto de um possível negócio entre a companhia e uma parte relacionada dependerá da ponderação de diversos fatores, incluindo não só as características específicas da transação (tais como a

⁴ Sobre o assunto, v. KRAAKMAN, Reinier; ARMOUR, John; DAVIES, Paul; ENRIQUES, Luca; HANSMAN, Henry; HERTIG, Gerard; HOPT, Klaus; KANDA, Hideki/ PARGENDLER, Mariana, RINGE, Wolf-Georg; e ROCK, Edward. *The Anatomy of Corporate Law – A Comparative and Functional Approach*. 3rd Ed. Oxford University Press, 2017.

⁵ Art. 245. Os administradores não podem, em prejuízo da companhia, favorecer sociedade coligada, controladora ou controlada, cumprindo-lhes zelar para que as operações entre as sociedades, se houver, observem condições estritamente comutativas, ou com pagamento compensatório adequado; e respondem perante a companhia pelas perdas e danos resultantes de atos praticados com infração ao disposto neste artigo.

⁶ Vide o voto do Diretor-Relator Pablo Renteria no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2012/11199, j. em 22.03.2016.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

natureza do negócio e a relação com a contraparte), como também, em certos casos, a frequência com que a companhia negocia com suas partes relacionadas⁷.

10. A submissão de operações entre a companhia e suas partes relacionadas à assembleia geral é um dos possíveis procedimentos que podem ser implementados para assegurar a comutatividade de tais negócios. Trata-se de medida positiva e que deve ser estimulada. Não obstante, é fundamental destacar que os deveres e responsabilidades dos administradores não são afastados quando os acionistas são chamados a votar acerca da matéria. São várias as razões pelas quais não se pode prescindir da atuação diligente dos administradores, mesmo quando a decisão final sobre a matéria é atribuída à assembleia geral, e independentemente do acionista interessado poder ou não votar.

11. Em primeiro lugar, como a Lei nº 6.404/1976 regula o conflito a partir de uma perspectiva substancial, o acionista em situação de potencial conflito pode votar na assembleia. Por tal motivo, a aprovação do negócio pela assembleia funciona, sobretudo, como uma regra de **disclosure**⁸. Esse fato não reduz a importância da assembleia, uma vez que a divulgação de informações acerca de uma transação com partes relacionadas pode ser um efetivo remédio para os riscos de expropriação. Com efeito, quando a companhia é obrigada a divulgar informações detalhadas acerca da transação com parte relacionada, inclusive acerca dos procedimentos de negociação, os administradores e acionistas tendem a ser mais cuidadosos no trato da matéria⁹. Ademais, informações

⁷ Nesse contexto, uma boa política de transações com partes relacionadas aparece como uma ferramenta importante para que a administração da companhia estabeleça aprioristicamente mecanismos para identificação desse tipo de transação e seu adequado tratamento em casa situação.

⁸ ENRIQUES, Lucas, HERTIG, Gerard, KANDA, Hideki e PARGENDLER, Mariana. “Related Party Transactions” in: KRAAKMAN, Reinier et al. *Op. Cit*, p. 156.

⁹ A utilização de **disclosure** como ferramenta para indução de comportamentos considerados adequados é algo feito pela CVM em suas normas. Veja, por exemplo, a passagem do Edital de Audiência Pública SDM nº 03/2013, que resultou na Instrução CVM nº 552/2014 referente ao comunicado de transações entre partes relacionadas relevantes: “*Essa divulgação imediata pode vir a alterar o comportamento dos controladores ao provocar uma reação rápida do mercado, além de facilitar a supervisão da CVM, uma vez que as informações disponíveis serão mais completas e atualizadas, e o mercado ajudaria no monitoramento*”. A título de curiosidade, noto que existem estudos que defendem que, ao contrário do que indica o senso comum, a divulgação de conflitos de interesse pode acabar criando incentivos indesejados para as partes da operação. Nesse sentido, v. CAIN, Daylian M., LOEWENSTEIN, George e MOORE, Don A.. *The Dirt on Coming Clean: Perverse Effects of Disclosing Conflicts of Interest*. The Journal of Legal Studies. Vol. 34,



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

detalhadas acerca do negócio tendem a reduzir os custos para minoritários que, eventualmente, queiram questioná-lo, seja na esfera administrativa, seja judicialmente¹⁰.

12. Em segundo lugar, noto que a assembleia geral, embora seja hierarquicamente o mais importante fórum de deliberação da sociedade anônima, tem sérias limitações em seu funcionamento. Sem pretender aqui esgotar o assunto, tratarei apenas do fato de que a assembleia manifesta a vontade da companhia de forma essencialmente binária, aprovando ou rejeitando as deliberações.

13. Nesse sentido, assinalo que a assembleia tem capacidade limitada de coletar novas informações ou de atuar de forma propositiva. São diversos os fatores que explicam tais limitações, como, por exemplo, a assimetria de informações entre administradores e acionistas e o fato de que os acionistas, especialmente os profissionais, detentores de parcela expressiva do capital, se fazem representar na assembleia por representantes que chegam instruídos para votar de certa forma nos itens previamente propostos pela administração, com pouca ou nenhuma margem de manobra para fazer propostas ou alterar o conteúdo de suas orientações de voto em virtude de ajustes que eventualmente venham a ser negociados na assembleia pela coletividade dos acionistas¹¹.

14. Nesse cenário, fica evidente o papel fundamental que a administração possui na negociação das transações submetidas à assembleia geral e na divulgação, aos acionistas, de informações que os permitam deliberar, de forma devidamente informada, acerca da matéria. Quando o assunto levado à assembleia é uma transação entre a companhia e uma parte relacionada, entendo que as informações previamente divulgadas devem incluir não só dados acerca do negócio proposto, como também sobre a forma como esse foi negociado pela administração¹². Entendo, ademais, que os procedimentos sugeridos

No. 1 (January 2005), pp. 1-25. Disponível em: http://www.andrew.cmu.edu/user/gl20/GeorgeLoewenstein/Papers_files/pdf/dirtclean.pdf.

¹⁰ ARMOUR, John; HANSMAN, Henry; e KRAAKMAN, Reinier. “Agency Problems and Legal Strategy” in: KRAAKMAN, Reinier et al. *Op. Cit.*, p. 38.

¹¹ Existe, é claro, a possibilidade de que o assunto seja novamente submetido à assembleia com ajustes, eventualmente negociados com acionistas de referência.

¹² Não obstante, hoje o conteúdo da informação que deve ser divulgada previamente à realização de uma assembleia geral que deliberará sobre matéria em que determinado acionista tem interesse especial (artigo 8º da Instrução CVM nº 481/2009) é substancialmente menos detalhado do que o rol de informações que



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

no Parecer de Orientação CVM nº 35/2008 são boas alternativas para que os administradores cumpram com os seus deveres fiduciários no contexto de operações entre a companhia e uma parte relacionada, inclusive quando o negócio não está sujeito ao regime especial do artigo 264, mas à regra geral do artigo 115, §1º, da Lei nº 6.404/1976¹³, que passo a analisar na sequência.

III. O tratamento do conflito de interesses na Lei nº 6.404/1976

15. Passo ao exame da regra de conflito de interesses constante do §1º do artigo 115 da Lei nº 6.404/1976. Como já mencionei no início deste voto, entendo que a melhor interpretação do citado dispositivo é aquela que defende que a mera contraposição de interesses não é suficiente para proibir o acionista de proferir o seu voto, cuja validade dependerá do exame circunstanciado do caso concreto.

16. Para não me estender além do necessário, ressalto de plano que os argumentos que irei abordar são, essencialmente, os mesmos já desenvolvidos nos votos proferidos pelos Diretores Luiz Antonio de Sampaio Campos e Wladimir Castelo Branco Castro nos Inquéritos Administrativos CVM nº TA-RJ2001/4977¹⁴ e TA-RJ2002/1153¹⁵ e pelo

devem ser divulgadas após a companhia celebrar uma transação relevante com uma parte relacionada (Anexo 30-XXXIII à Instrução CVM nº 480/2009), especialmente no tocante aos procedimentos adotados para garantir a comutatividade da operação.

¹³ Afinal de contas, o risco associado a uma transação entre partes relacionadas é, essencialmente, o mesmo em uma reorganização societária ou em uma operação de outra natureza: o risco de que a parte conflitada (em especial o controlador) tome para si algo que pertence à companhia, em prejuízo dessa e, em última instância, da coletividade dos acionistas. Naturalmente, como os procedimentos do Parecer de Orientação CVM nº 35/2008 envolvem custos muitas vezes significativos, a adoção de tais remédios parece especialmente pertinente em transações mais relevantes. Nesse sentido, o Ofício-Circular CVM/SEP 01/17, de 23.02.2017, que contem orientações gerais da área técnica sobre procedimentos a serem observados pelas companhias abertas: “*Cabe reiterar que o Parecer de Orientação CVM nº 35/08 enumera diretrizes que podem ser aplicáveis a diversas transações entre partes relacionadas, e não apenas as que assumam a forma de fusões, incorporações e incorporações de ações. Cabe aos administradores avaliar, em virtude da natureza e da relevância da transação, se e em que extensão as medidas listadas no referido parecer observadas*”.

¹⁴ J. em 19.12.2001.

¹⁵ J. em 6.11.2002.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Diretor Eli Loria no Caso Tractebel, bem como na doutrina majoritária acerca da matéria¹⁶.

A literalidade do dispositivo e o elemento histórico

17. Um dos principais argumentos jurídicos utilizados para defender a tese do conflito formal é que o texto da lei é claro ao estabelecer a proibição de voto em situações em que o acionista tem um interesse conflitante com o da companhia. Nesse sentido, ressalta-se o artigo 115, §1º, da Lei nº 6.404/1976 lista quatro situações sem fazer qualquer distinção entre elas, e que a tese do conflito substancial subverteria o texto da lei.

¹⁶ V. por exemplo:

ARAGÃO, Paulo Cezar. “Apontamentos sobre Desvios no Exercício do Direito de Voto: Abuso de Direito, Benefício Particular e Conflito de Interesses”. In: CASTRO, Rodrigo Monteiro de; WARDE JUNIOR, Walfrido Jorge; e GUERREIRO, Carolina Dias Tavares (orgs). *Direito Empresarial e Outros Estudos de Direito em Homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

CUNHA, Rodrigo Ferraz Pimenta da. *Estrutura de Interesses nas Sociedades Anônimas – Hierarquia e Conflitos*. São Paulo: Quartier Latin, 2007.

EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada. Volume II – Artigos 121 a 188*. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

GUERREIRO, Jose Alexandre Tavares. “Conflitos de interesse entre sociedade controladora e controlada e entre coligadas no exercício do voto em assembleias gerais e reuniões sociais”. In: *Revista de Direito Mercantil, industrial, econômico e financeiro* No 51. Vol. 22. São Paulo: Malheiros Editores, p. 29-32, julho-setembro, 1983.

LAMY, Marcelo. “Direito de Voto” In: LAMY FILHO, Alfredo e BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (Org.). *Direito das Companhias*. 1ª Edição. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

LAMY FILHO, Alfredo e BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A Lei das S.A.: (pressupostos, elaboração, aplicação)*. Vol. II. Pareceres. 2ª Edição. Rio de Janeiro: Renovar, 1996.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Estudos e pareceres sobre sociedades anônimas*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1989.

NOVAES FRANCA, Erasmo Valladão Azevedo e. *Conflito de Interesses nas Assembleias de S.A. (e outros escritos sobre conflitos de interesse)*. 2ª Edição, revista e aumentada. São Paulo: Editora Malheiros, 2014.

TEIXEIRA, Egberto Lacerda e GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*. São Paulo: Livraria e Editora Jurídica J. Bushatsky, 1979.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

18. De fato, a tese do conflito substancial presume a adoção de tratamentos distintos para hipóteses abarcadas no mesmo dispositivo legal. O método léxico ou gramatical é, todavia, um ponto de partida da atividade hermenêutica, mas nem sempre a interpretação meramente gramatical oferecerá elementos definitivos para o deslinde da controvérsia. Segundo Tércio Sampaio Ferraz Júnior, a interpretação gramatical obriga o jurista a tomar consciência da letra da lei e estar atento às equivocidades proporcionadas pelo uso das línguas naturais e suas imperfeitas regras de conexão léxica¹⁷. No caso do conflito de interesses nas assembleias gerais, a interpretação literal do dispositivo leva a conclusões incompatíveis com o sistema da lei societária e que contradizem a intenção do legislador.

19. Começo a minha análise com uma abordagem histórica, a partir da advertência de Carlos Maximiliano “(...) *disposições antigas, restabelecidas, consolidadas ou simplesmente aproveitadas em novo texto, conservam a exegese do original. Pouco importa que se não reproduzam as palavras, basta que fique a essência, o conteúdo, substancialmente que se haja mantido o pensamento primitivo*”¹⁸.

20. O Decreto-Lei nº 2.627/1940 introduziu em nosso ordenamento uma regra genérica de proteção do interesse da sociedade em assembleias onde determinado acionista tivesse “interesses contrários” aos da sociedade¹⁹. A doutrina majoritária já entendia então que o conflito de interesses somente poderia ser identificado **a posteriori**, a partir dos elementos do caso concreto²⁰.

¹⁷ SAMPAIO FERRAZ JR., Tercio. *Introdução ao Estudo do Direito*. 2ª ed., São Paulo: Atlas, 1994, p. 287.

¹⁸ MAXIMILIANO, Carlos. *Hermenêutica e Aplicação do Direito*. 20ª Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2011, p. 114.

¹⁹ De acordo com o artigo 95 do Decreto-Lei nº 2.627/1940, “responderá por perdas e danos o acionista que tendo em uma operação interesses contrários aos da sociedade, votar deliberação que determine com o seu voto a maioria necessária”.

²⁰ Para maiores detalhes sobre os antecedentes da Lei nº 6.404/1976, cf. NOVAES FRANCA, Erasmo Valladão Azevedo e. *Op. Cit.*, pp. 73-79.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

21. Não conheço qualquer indício de que o legislador de 1976 tenha pretendido alterar o regime que até então vigorava no tocante a conflito de interesses. Ao contrário, os autores do anteprojeto expressamente assinalaram, já no ofício que encaminhava o seu trabalho ao Ministro da Fazenda, que “o Anteprojeto, como orientação geral, teve presentes os seguintes objetivos e diretrizes: (...) preservar, sempre que possível, o sistema legal em vigor desde 1940, ao qual já estão adaptados empresários e investidores”²¹.

22. Embora a Lei nº 6.404/1976 não tenha reproduzido, na literalidade, as regras do Decreto-Lei nº 2.627/1940 aplicáveis aos casos de conflito de interesse nas assembleias de sociedades anônimas, não existe qualquer elemento que permita inferir a intenção do legislador de modificar o sentido da lei anterior acerca dessa relevante matéria. Ao contrário, noto que os autores do anteprojeto assinalaram ter redigido a nossa lei societária, com base no sistema de conflito substancial. O processo de mudança da lei foi fartamente discutido e documentado²² sendo, no mínimo, improvável que uma mudança tão significativa fosse realizada de uma forma tão discreta.

23. Voltando à análise da intenção do legislador, é importante ressaltar que o assunto foi revisitado por ocasião da reforma da lei societária realizada em 2001. Naquela oportunidade, o Congresso Nacional propôs a inclusão de novos dispositivos ao artigo 115 da Lei nº 6.404/1976, que confeririam aos acionistas minoritários, desde que detentores de uma participação acionária considerada representativa, competência para deliberar sobre a possibilidade de voto do acionista conflitado em hipóteses em que a referida assembleia deliberasse pela existência de conflito de interesses.

24. Os novos §§5º a 10 do artigo 115 foram vetados pelo Presidente da República²³, que ponderou que “as regras acima enfocadas trariam, na prática, apenas confusão,

²¹ LAMY FILHO, Alfredo e BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A Lei das S.A.: (pressupostos, elaboração, aplicação)*. Vol. I. 3ª Edição. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, p. 135.

²² Vide o farto material colacionado no primeiro volume do livro *Lei das S.A.* dos professores Lamy e Bulhões, referido na nota anterior.

²³ Mensagem de Veto nº 1.213/2001.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

podendo, inclusive, servir para supostamente confirmar a inexistência de um conflito cuja presença caberia ao Poder Judiciário avaliar". O referido veto, que não foi revertido pelo Congresso Nacional, corrobora a intenção do legislador de estabelecer um controle substancial do voto proferido em potencial conflito de interesses.

25. Assim, parece-me claro que a interpretação de que a Lei nº 6.404/1976 prevê a possibilidade de uma revisão substancial do voto proferido em suposto conflito de interesses é a que melhor traduz a intenção do legislador.

O método sistemático: o voto como dever-função e a regra do §4º do artigo 115

26. Entendo, ademais, que a tese do conflito formal não se coaduna com o sistema da nossa lei societária. Como bem adverte Tércio Sampaio Ferraz Júnior: *"em tese, qualquer preceito isolado deve ser interpretado em harmonia com os princípios gerais do sistema para que se preserve a coerência do todo. Portanto, nunca se deve isolar o preceito nem no seu contexto (a lei em tela, o código: penal, civil etc.) e muito menos na sua concatenação imediata (nunca leia um só artigo, leia também os parágrafos e os demais artigos)"*²⁴.

27. Na lei societária brasileira, o direito de voto não é tratado como um direito subjetivo, que possa ser proferido no interesse do acionista²⁵. É, ao contrário, um verdadeiro direito-função. Através do voto, o acionista desempenha sua função de membro do mais importante órgão social, a assembleia geral. A lei presume que o acionista, ao votar na assembleia, atua não como pessoa, mas como sócio, contribuindo

²⁴ SAMPAIO FERRAZ JR., Tercio. *Op. Cit.*, p. 289.

²⁵ Que é, por exemplo, a abordagem geral do regime inglês. Na clássica lição de Gower e Davies *"Scattered throughout the reports are statements that members must exercise their votes 'bona fide for the benefit of the company as a whole', as statement which, read casually, might suggest that shareholders are subject to common Law to precisely the same basic principles as directors. This would be highly misleading, however, and the decisions do not support any parallel. Indeed, to the contrary, it has also been repeatedly laid down that votes are proprietary rights, like other incidents to shares, which holder may exercise in his or her self interest even if these are opposed to the company. (...) Thus, it is wrong to see the voting powers of shareholders as being of a fiduciary character"*. DAVIES, Paul L.; WORTHINGTON, Sarah; e, MICHELER, Eva. *Gower & Davies: Principles of Modern Company Law*. 9th Ed. Londres: Sweet and Maxwell, 2012, pp. 691-692.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

para que sociedade exprima a sua vontade. Por essa razão, a lei prescreve que o acionista deve votar no interesse da companhia.

28. O conceito de interesse social é, assim, uma das pedras angulares da lei societária brasileira, a partir do qual foram erigidos os deveres fiduciários que pautam a atuação dos administradores e acionistas, especialmente do acionista controlador. Essa opção pode ser criticada, especialmente por se valer do conceito de interesse social, de conteúdo altamente indeterminado, como um dos principais elementos organizativos de nosso sistema²⁶. Tais críticas não autorizam, contudo, que se passe a interpretar as regras legais de uma maneira que contraria não só a intenção do legislador, como o próprio sistema da lei.

29. Indo adiante na análise sistemática, é importante notar que o próprio artigo 115 diferencia o conflito de interesses das demais hipóteses previstas no §1º, quando, em seu §4º, prevê que *“a deliberação tomada em decorrência do voto de acionista que tem interesse conflitante com o da companhia é anulável; o acionista responderá pelos danos causados e será obrigado a transferir para a companhia as vantagens que tiver auferido”*. Como assinala o Diretor Luiz Antonio no voto proferido no Inquérito Administrativo CVM nº TA-RJ2002/1153, com respaldo em parecer do autor do anteprojeto, *“não posso imaginar que tenha sido obra do acaso e que não tenha propósito a inserção do tema da anulabilidade específica e tão-somente para a hipótese de conflito de interesses, deixando de fora e sem qualquer referência às demais três hipóteses do parágrafo 1º, do art. 115”*.

Direito Comparado: o transplante da solução italiana

30. Gostaria também de tratar aqui das discussões de direito comparado, especialmente da discussão sobre o sistema italiano. A regra italiana foi uma importante fonte para o legislador brasileiro de 1976, e as discussões lá travadas sempre foram utilizadas aqui pelos defensores do conflito substancial para defender essa posição.

²⁶ SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Novo Direito Societário*. 4ª edição. São Paulo: Editora Malheiros, 2011. VILELA, Renato. *Conflito de interesses nas companhias: reflexões sobre as transações entre partes relacionadas pós IFRS*. 1ª Ed. São Paulo: Almedina, 2017.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

31. No Caso Tractebel, o Diretor Otavio Yazbek chama atenção para a falta de clareza da redação original do artigo 2.373 do Código Civil italiano de 1942 e para as divergentes interpretações dadas pela doutrina ao dispositivo, que, contudo, teria majoritariamente tendido para a tese de que a regra não proibia o exercício de voto pelo acionista potencialmente conflitado, posicionamento que também se consolidou na jurisprudência.

32. O diretor prossegue lembrando que, em 2010, a lei italiana foi alterada a fim de deixar mais clara a opção pelo conflito substancial. De acordo com a nova redação do artigo 2.373 do Código Civil italiano, *“a deliberação aprovada com o voto determinante daqueles que têm, direta ou indiretamente, um interesse conflitante com o da sociedade, poderá ser impugnada, nos termos do artigo 2.377, se causar-lhe dano”*²⁷.

33. Tenho duas observações acerca do assunto. A primeira é que a mudança na legislação italiana em 2010 não me parece ser uma migração de sistema, mas uma ratificação da opção adotada em 1942. De fato, a mudança parece ter buscado justamente deixar claro que o conflito de interesses não resulta na vedação do direito de voto.

34. Na mesma linha, minha segunda observação refere-se às ressalvas ao “transplante” da regra italiana para a nossa legislação societária. O Diretor Otavio Yazbek aponta, com razão, que *“as falhas de redação do dispositivo acima transcrito [o artigo 2.373 do Código Civil italiano] já eram claras”* à época da elaboração do anteprojeto de 1976, fato que não deve ser ignorado quando se considera a redação do artigo 115 da Lei nº 6.404/1976. Entendo, contudo, que os fatos apontados pelo Diretor Yazbek indicam um problema de transplante, e não uma opção por um sistema de conflito formal no Brasil, que, como se vê nos referidos votos dos diretores Otávio Yazbek e Diretor Luiz Antonio Sampaio Campos, já era uma posição minoritária na doutrina e jurisprudência italianas à época em que nossa lei foi elaborada²⁸. Assim,

²⁷ Tradução livre. No original: *“La deliberazione approvata con il voto determinante di coloro che abbiano, per conto proprio o di terzi, un interesse in conflitto con quello della società è impugnabile a norma dell'articolo 2377 qualora possa recarle danno”*.

²⁸ Pistor and Milhaupt: *“In practice, the home country’s experience with the formation, interpretation and enforcement of the rule – that is, massive amounts of implicitly knowledge – is ‘telescoped’ when the host country transplants a law. In the process, a portion (perhaps mostly) of this implicitly knowledge is left*



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

parece-me que a análise da experiência italiana fortalece a conclusão de que o regime brasileiro é baseado no conflito material.

Notas sobre a solução intermediária

35. Gostaria por fim de fazer algumas considerações acerca da solução intermediária, que busca conjugar as soluções dadas pelas correntes substancial e formal ao problema do conflito de interesses. Essa solução, inicialmente proposta por Fabio Konder Comparato²⁹, defende que o conflito deve ser verificado no caso concreto, mas que o acionista está impedido de votar caso o conflito seja evidente e possa ser verificado **a priori**.

36. Eu tenho algumas ressalvas a essa proposta. A primeira delas é que a coexistência dos regimes formal e substancial parece-me exigir uma interpretação da lei que não tem sustentação em nenhum dos elementos (literal, histórico, sistemático e teleológico) usualmente utilizados no exercício hermenêutico.

37. Ademais, concordo com a observação de Paulo Cezar Aragão de que a posição intermediária “*confunde de forma equivocada o binômio formal-substancial com binômio evidente-implícito*”³⁰. Nesse sentido, noto que tal interpretação não resolve o problema decorrente da falta de clareza do artigo 115, §1º, da Lei nº 6.404/1976 – os acionistas continuarão discordando se há ou não impedimento de voto, com a controvérsia sendo deslocada da existência do conflito para o seu caráter flagrante ou evidente.

38. A minha terceira objeção à interpretação proposta por Comparato para a regra de conflito do artigo 115, §1º, da Lei nº 6.404/1976 é sua aplicação aos casos concretos. Parece-me que a aplicação concreta da solução intermediária tende a resultar em um regime de conflito formal, como o que de fato temos desde o julgamento do Caso Tractebel.

behind.” Sobre transplantes, v. MILHAUPT Curtis & PISTOR, Katharina. *Law and Capitalism*. Chicago: University of Chicago Press, 2008, p. 214.

²⁹ NOVAES FRANCA, Erasmo Valladão Azevedo e. *Op. Cit.*, p. 97.

³⁰ ARAGÃO, Paulo Cezar. *Op. Cit.*, p. 212.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

39. Conforme desenvolverei ao longo deste voto, entendo que o melhor regime para nosso país, sopesando vantagens e desvantagens, é um regime que estimule soluções procedimentais, o qual, a meu ver, deve ter como ponto de partida a confirmação do regime substancial hoje existente.

IV. Análise Econômica

40. Embora os argumentos trazidos acima já sejam, a meu ver, suficientes para a decisão, gostaria de tecer alguns comentários sobre aspectos econômicos e funcionais acerca da matéria. Começarei expondo algumas razões pelas quais entendo que não se pode afirmar que um regime baseado no conflito formal é necessariamente mais eficiente³¹ sob o ponto de vista econômico.

41. A solução mais eficiente para as situações de potencial conflito de interesse é aquela que previne a realização de transações que beneficiam uma das partes à custa da outra sem inviabilizar transações eficientes, isto é, benéficas para todas as partes envolvidas ou que, ao menos, beneficiem ao menos uma das partes sem prejudicar as demais.

42. Ora, negócios bilaterais podem ser – e usualmente são – celebrados em condições favoráveis para as duas partes do negócio. Em uma compra e venda, por exemplo, partes independentes tendem a chegar a um acordo desde que o valor atribuído pelo comprador seja, ao menos, igual ao valor atribuído pelo vendedor. É justamente assim que o comércio aumenta a eficiência, transferindo os bens para quem lhes atribui o maior valor.

43. Assim, quando o comprador atribui ao bem um valor superior aquele atribuído pelo vendedor, a transação tende a ser realizada em algum ponto do intervalo entre os

³¹ O termo “eficiência” é utilizado na literatura econômica para expressar coisas diversas, como, por exemplo, na produtividade com recursos escassos e na capacidade do preço refletir informações. Quando se discute transações eficientes, deve-se, sobretudo, prever a dimensão alocativa da eficiência, devendo os bens ficarem nas mãos de quem lhes atribui o maior valor.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

valores atribuídos por cada uma das partes. Em uma perspectiva econômica, qualquer preço acordado dentro desse intervalo é eficiente³².

44. Consequentemente, as considerações de ordem econômica para as situações de conflito de interesses não permitem concluir que, em um contrato bilateral, as partes têm interesses antagônicos, ou, sendo mais específico, que o conflito existe posto que o controlador ganha mesmo quando a companhia perde, dado que ele socializa com os demais sócios as perdas sofridas pela companhia, enquanto captura integralmente os ganhos obtidos do outro lado. Se a realização do negócio interessa a ambas as partes, o preço final pode beneficiar a todos os envolvidos.

45. Em termos econômicos, a principal diferença entre um regime baseado em uma proibição formal ou em uma revisão substancial é a forma como o preço tende a ser fixado dentro do intervalo eficiente acima referido³³. Com efeito, o controle **ex ante** tende a gerar maior resultado para a companhia, enquanto o controlador tende a reter parte maior do **surplus** no cenário de controle **ex post**.

46. Os custos de transação são outro elemento que precisa ser considerado em uma avaliação sobre qual a solução mais eficiente. Negócios entre partes relacionadas tendem a ter custos de transação menores do que negócios realizados com terceiros³⁴. Especialmente quando se trata de um negócio complexo, sem substitutos claros no mercado, os custos de transação podem ser significativos e, ainda que não possam ser facilmente evidenciados, não deveriam ser excluídos da comparação entre alternativas³⁵.

³² GOSHEN, Zohar. *The Efficiency of Controlling Corporate Self-Dealing: Theory Meets Reality*. Julho de 2000. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=229273>. P. 411. Naturalmente, no caso de transações comparáveis no mercado, a análise dependerá da comparação de alternativas disponíveis.

³³ GOSHEN, Zohar. *Op. Cit.*, pp. 412-413.

³⁴ ENRIQUES, Lucas, HERTIG, Gerard, KANDA, Hideki e PARGENDLER, Mariana. “Related Party Transactions” in: KRAAKMAN, Reinier et al. *Op. Cit.*, p. 146.

³⁵ GOSHEN, Zohar. *Op. Cit.*, pp. 415-418.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

47. Assim, sem ter pretensão de esgotar o assunto, parece-me claro que uma análise puramente econômica não autoriza a conclusão de que um regime de conflito de interesses baseado em soluções **ex ante** é mais eficiente³⁶.

V. Aprovação pela minoria desinteressada: prós e contras

48. Os formalistas argumentam, ainda, que o acionista que não possui um interesse extrassocial está em melhor lugar para avaliar o negócio, dado que sua decisão considerará, somente, os efeitos do negócio para a sociedade. A blindagem contra uma eventual contaminação por interesses extrassociais precisa, contudo, ser sopesada com os potenciais riscos decorrentes da submissão da operação à maioria da minoria.

49. Para avaliar se uma transação com parte relacionada atende ao melhor interesse da companhia, o acionista deve considerar o valor da operação para a companhia, a possibilidade (quando existente) de realizar negócio similar com terceiros, e os custos de transação associados à identificação e negociação com terceiros potencialmente interessados³⁷. Os acionistas minoritários tendem a estar em uma situação pior do que o controlador para avaliar tais negócios, pois possuem menos incentivos para empregar recursos nessa complexa análise.

³⁶ De fato, existem estudos que argumentam que um controle **ex post** é mais eficiente, ao menos em termos teóricos. V. p. ex. GILSON, Ronald J. e SCHWARTZ, Alan. *Constraints on Private Benefits of Control: Ex ante Control Mechanisms Versus Ex post Transaction Review*. Agosto de 2012. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2129502. Os autores assinalam, contudo, que a melhor solução dependerá de diversos fatores, não havendo uma solução ótima para todos os locais.

³⁷ Luca Enriques: *“This stylized example also clarifies how difficult it will be for third parties, be they minority shareholders, financial analysts, the company’s audit firm, enforcement agents, or the public at large, to understand whether a RPT is in the best interests of the company: to do so, they would not only need to gauge what the right value of the project to the company would be if it realized it internally, but also assess whether it would be possible to find a third party willing to offer a price higher than the sum of the price offered by the controlling shareholder and the transaction costs that finding another buyer and negotiating with him would involve.”* ENRIQUES, Luca. *Related Party Transactions: Policy Options and Real-World Challenges (With a Critique of the European Commission Proposal)*. Outubro de 2014, p. 8. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2505188>.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

50. Na falta de uma avaliação adequada, existe um risco que os acionistas minoritários desconfiem de qualquer transação entre a companhia e uma parte relacionada em que haja um risco, mesmo teórico, de expropriação. Por exemplo, o minoritário pode ter suspeitas indevidas sobre as motivações da companhia em realizar a operação com parte relacionada, especialmente quando não existem alternativas de mercado, ou pode não ser capaz de entender se o preço proposto foi fixado no intervalo eficiente acima referido ou, ao contrário, se acarreta efetivo prejuízo para a companhia. O perigo nesse caso é que o minoritário, por desconhecer o valor do bem para a contraparte venha eventualmente a exigir uma contrapartida desproporcional, inviabilizando, assim, a celebração de um negócio eficiente³⁸.

51. Em sentido similar, Luca Enriques reconhece que a imposição de que a transação com parte relacionada seja aprovada por uma minoria desinteressada aumenta a probabilidade de que transações no interesse da companhia sejam rejeitadas. Essa chance é especialmente presente quando (i) os acionistas não estão adequadamente informados sobre o valor real da operação para a companhia, (ii) um número reduzido de acionistas minoritários tem poder de vetar a transação e fazem exigências que não podem ser aceitas pelo outro lado, (iii) os custos marginais associados à obtenção da aprovação pela minoria desinteressada (que envolve não só a realização da assembleia, mas a elaboração do material preparatório, o tempo de espera, e, em determinados casos, interações com acionistas relevantes) faz com que a operação deixe de ser vantajosa ou viável³⁹.

³⁸ Zohar Goshen: “*This seemingly irrational demand is conceivable since the minority would have no way of knowing precisely what value the asset has for the majority and may mistakenly demand too much. In this case, the majority would not proceed with the transaction and the minority will retain an asset worth \$100 (by its own assessment) instead of the \$180 which it might have received. An efficient transaction will thus have been foiled*”. GOSHEN, Zohar. *Op. Cit.*, p. 413.

³⁹ Nas palavras do referido professor: “*Of course, a MOM [majority of the minority] requirement also makes it more likely that a fair RPT (i.e., a transaction in the best interest of the company itself) will not be entered into. That may be the case when:*

1. shareholders are ill-informed about the real value to their corporation of the asset to be bought (sold), thinking it is worth less (more) than the related party offers;

2. one or more shareholders have the power to hold out and no agreement is (or can be) reached on the side payment that they request to vote in favour of the transaction;



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

52. Diante do que discuti nessas duas últimas seções, verifica-se que, se o objetivo do regime é o de garantir a realização de operações eficientes, as duas soluções são aceitáveis, porém potencialmente problemáticas. Em termos de riscos, o regime de proibição formal é mais exposto ao risco de que transações eficientes não sejam celebradas, enquanto o regime de revisão substancial é mais exposto ao risco de que transações ineficientes sejam celebradas.

VI. Instituições locais e definição da melhor estratégia

53. Minhas últimas considerações funcionais sobre nossas regras de conflito de interesse referem-se às nossas instituições, mais especificamente, à capacidade do judiciário e da própria CVM analisarem criticamente o mérito de decisões envolvendo um potencial conflito de interesses. Uma das principais justificativas para o conflito formal é o fato de que nosso sistema judicial seria lento e não especializado. Sobre esse ponto, gostaria de fazer cinco considerações, em complemento aos argumentos já trazidos.

54. A primeira delas é que tal argumento não deveria permitir que se alterasse o regime da lei em sede administrativa. Em segundo lugar, assinalo que a esmagadora maioria das companhias que hoje obtém o registro de companhia aberta listam suas ações nos segmentos diferenciados de listagem da bolsa, em especial no Nível 2 e no Novo Mercado⁴⁰. Os Regulamentos de Listagem dos referidos níveis exigem que a

3. the marginal transaction costs of obtaining MOM approval, including the longer time and the publicity needed to finalize it, are such as to make the transaction no longer worth entering into or practicable.”

ENRIQUES, Luca. *Op. Cit.*, p. 19.

⁴⁰ O quadro a seguir lista o número de companhias listadas em cada um dos segmentos entre 2007-2017:

Ano	Trad.	MA	MAN2	N1	N2	NM
2007	2%	0%	0%	10%	7%	80%
2008	7%	7%	0%	7%	0%	79%
2009	20%	0%	0%	0%	0%	80%
2010	12%	0%	0%	18%	6%	65%
2011	12%	6%	0%	6%	6%	71%

Legenda

Trad.	Segmento tradicional
MA	Mercado de Acesso
MAN2	Mercado de Acesso Nível 2
N1	Nível 1
N2	Nível 2



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

companhia, seus acionistas, administradores e membros do conselho fiscal resolvam qualquer controvérsia que possa surgir entre eles por meio de arbitragem⁴¹.

55. Esse ponto deve ser considerado quando se reclama da falta de sofisticação ou da morosidade do judiciário. A arbitragem não é, a toda evidência, uma solução perfeita para esse problema, mas não podemos olvidar que o seu uso crescente em questões societárias pode ter solucionado, em larga medida, o problema de falta de expertise da instância de supervisão.

56. Em terceiro lugar, é importante assinalar que a tese do conflito formal afasta o Judiciário das discussões societárias e impede que esse desenvolva expertise na matéria. Sem pretender aqui de forma alguma negar as dificuldades que temos – inclusive na CVM – para exercer uma revisão substancial acerca do mérito ou do conteúdo de certos atos e negócios, assinalo que as soluções formais podem, em certa medida, fomentar uma profecia autorrealizável, impedindo que as instâncias de supervisão desenvolvam expertise nessas análises em virtude de sua atual falta de experiência no assunto.

57. A minha quarta observação é que a solução formal não resolve os problemas decorrentes da alegada fragilidade das instituições as quais a lei atribuiu competência para analisar a substância de certas operações. Sobre esse ponto, noto que nenhuma solução, **ex ante** ou **ex post**, é plenamente efetiva quando não há um **enforcement**

2012	20%	0%	0%	10%	20%	50%	NM Novo Mercado
2013	7%	14%	0%	0%	14%	64%	
2014	14%	29%	0%	0%	14%	43%	
2015	0%	38%	25%	0%	0%	38%	
2016	0%	33%	0%	0%	33%	33%	
2017	18%	0%	0%	9%	9%	64%	
Geral	8%	8%	1%	7%	9%	66%	

Os dados incluem apenas as companhias que se listaram para a negociação, excluindo da base os emissores registrados na categoria B e os emissores estrangeiros. Ressalto que apenas um dos emissores listados no segmento tradicional no período realizou uma oferta pública de distribuição de ações. Fonte: B3.

⁴¹ V. item 13.1 do Regulamento de Listagem do Novo Mercado atualmente em vigor, artigo 40 do novo Regulamento de Listagem do Novo Mercado, aprovado pelo Colegiado da CVM em 05.09.2017, e Seção XIII do Regulamento de Listagem do Nível 2 de Governança Corporativa, todos da B3.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

eficaz. De fato, mesmo quando o controle do conflito de interesses é baseado em soluções procedimentais, o judiciário é importante, ainda que sua análise nesses casos tenda a focar não nos termos e condições do negócio, mas na suficiência e adequação dos procedimentos adotados⁴². Essa análise também não é fácil:

“Good enforcement institutions are key because, first, in this area there is no such thing as an effective bright line rule, and even self-enforcing provisions can prove illusory. Second, substantial fairness is intuitively hard to evaluate, as the convenience of a transaction to a corporation is known only, if at all, to corporate insiders. Third, even procedural rules will require difficult judgment calls on the part of enforcers (be they prosecutors, lawyers, judges or supervisory authorities officials). Such rules may indeed better screen tunneling (as they do introduce a filter). But when, for whatever reason, the filter does not work, ex post enforcement will often be no much easier than when substantial fairness review is required. Enforcers will have to resolve such questions as whether a control relationship exists (a key component of the notion of related party), disclosure has been complete, pivotal votes were sincere, and/or independence (disinterestedness) was just formal (ostensible) rather than substantial (real) as well. Most of the times, none of these questions will have a straightforward answer.”⁴³

58. Embora eu tenha a impressão de que a experiência acumulada com o Parecer de Orientação CVM nº 35/2008 nos últimos anos é bastante positiva, noto que a falta de um contencioso mais intenso em operações que adotam as soluções nele propostas não indica, necessariamente, que os procedimentos tenham funcionado em 100% dos casos. Aqui, me permito certo ceticismo para me referir ao risco de que os procedimentos prescritos no referido parecer tenham, ocasionalmente, sido utilizados de forma desvirtuada para criar uma falsa aparência de normalidade e respeito à lei.

⁴² Por exemplo, na independência dos comitês que negociaram a operação e a suficiência das informações disponibilizadas à assembleia de acionistas.

⁴³ ENRIQUES, Luca. *Op. Cit.*, p. 35. Sem grifos no original. Armour, Hansman e Kraakman argumentam, contudo, que a importância do **enforcement** é mitigada quando se utilizam estratégias procedimentais. ARMOUR, John; HANSMAN, Henry; e KRAAKMAN, Reinier. “Agency Problems and Legal Strategy” in: KRAAKMAN, Reinier et al. *Op. Cit.*, p. 40.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

59. Minha última consideração refere-se à possibilidade de desenvolvermos padrões de revisão mais sofisticados fazendo uso, por exemplo, de regras de presunção mais sofisticadas e mesmo de inversão do ônus da prova. Essa é a estratégia mais comumente utilizada nos Estados Unidos. No Estado de Delaware, cujas cortes são a principal referência norte-americana em matéria societária, não existe impedimento de voto do acionista controlador, mas o uso intensivo de padrões diferenciados de revisão que buscam estimular a adoção de soluções procedimentais (em essência as mesmas propostas no Parecer de Orientação CVM nº 35/2008, ainda que cada vez mais utilizadas de forma combinada).

60. Embora prevaleça no Brasil a distribuição estática do ônus da prova, atribuída “ao autor, quanto ao fato constitutivo de seu direito”, e “ao réu, quanto à existência de fato impeditivo, modificativo ou extintivo do direito do autor”⁴⁴, temos, no Novo Código de Processo Civil, a possibilidade de distribuição dinâmica do ônus da prova. Assim, pode o Juiz, desde que de forma justificada, redistribuir o ônus da prova entre as partes do processo, caso entenda existir dificuldade excessiva para a parte originalmente encarregada de produzir a prova, e, de outro lado, verifique maior facilidade da parte contrária em fazê-lo⁴⁵. A CVM, vale dizer, já utiliza regras de presunção em algumas matérias onde há maior dificuldade de produção de prova ou que exigem uma análise substancial. Nesse sentido, destaco o artigo 13 da Instrução CVM nº 358/2002, o Parecer de Orientação CVM nº 35/2008 e o convênio celebrado com o Comitê de Aquisições e Fusões (CAF) em 27 de agosto de 2013.

61. Assim, entendo que temos cada vez mais instrumentos para construir um regime eficaz de controle **ex post** no Brasil, já com a regra que temos hoje, sem prejuízo de eventuais aprimoramentos. Nessa perspectiva, parece-me que a defesa funcional da regra de conflito formal no Brasil (i) dá ênfase excessiva aos riscos de expropriação, fazendo

⁴⁴ Incisos I e II do artigo 373 do Novo Código de Processo Civil – Lei nº 13.105/2015.

⁴⁵ Art. 373. (...) § 1º Nos casos previstos em lei ou diante de peculiaridades da causa relacionadas à impossibilidade ou à excessiva dificuldade de cumprir o encargo nos termos do caput ou à maior facilidade de obtenção da prova do fato contrário, poderá o juiz atribuir o ônus da prova de modo diverso, desde que o faça por decisão fundamentada, caso em que deverá dar à parte a oportunidade de se desincumbir do ônus que lhe foi atribuído. § 2º A decisão prevista no § 1º deste artigo não pode gerar situação em que a desincumbência do encargo pela parte seja impossível ou excessivamente difícil.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

da exceção a regra; (ii) confere à solução da maioria-da-minoria, especialmente da forma que hoje funciona no Brasil, uma eficácia que ela possivelmente não tem⁴⁶; e (iii) ignora os relevantes efeitos colaterais de tal solução, como a vedação de operações eficientes e o desenvolvimento de nossas instituições.

VII. Notas finais: proposições para uma possível reforma

62. Diante de todo o exposto, voto pelo acolhimento do recurso e pela reforma do entendimento da área técnica, com o reconhecimento de que o Recorrente pode votar na assembleia geral da EMAE. Gostaria de aproveitar a oportunidade para fazer algumas considerações finais, tendo como ponto de partida a necessidade de buscarmos um regime mais previsível e estável para essa questão tão relevante.

63. Nós nos acostumamos a ver, de um lado, formalistas argumentando que o texto da lei é claro ao prever a proibição de voto quando existem outros interesses em jogo, e, de outro lado, defensores do conflito substancial defendendo que nossa lei societária é um sistema coeso, que claramente consagrou o controle **ex post**. A sistematicidade e coesão da nossa lei societária são, de fato, atributos louváveis e que devem ser sempre prestigiados. Contudo, especificamente no tocante à disciplina do conflito de interesses, entendo que a regra da lei é problemática.

64. O desenvolvimento do nosso mercado requer regras claras e previsíveis. Entre a preocupação de que acionistas conflitados expropriem recursos da companhia, ou de que investidores detentores de parcela pouco expressiva do controle eventualmente vedem transações que efetivamente seriam benéficas, criamos no Brasil um regime pendular, que a qualquer momento pode ser radicalmente revisto.

65. Entendo que o debate sobre um assunto tão relevante, especialmente quando envolve soluções tão diferentes, é salutar no plano acadêmico, mas inadequado na esfera administrativa. Uma regra boa deve criar um ambiente estável, que não esteja passível de frequentes revisões e reinterpretações. Por tal motivo, entendo que deveríamos fomentar

⁴⁶ Como a Lei não exige que transações com partes relacionadas sejam necessariamente submetidas à assembleia, o controle pelos acionistas pode ser facilmente contornado, caso a decisão seja tomada diretamente pela administração.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

uma minirreforma da lei, com o objetivo de tornar mais clara a regra aplicável aos conflitos de interesses nas assembleias gerais e, assim, conferir maior estabilidade ao regime do anonimato.

66. Espero ter demonstrado ao longo deste voto que as duas (ou três) soluções possuem problemas e que a análise do regime mais adequado deve considerar não só as características atuais do nosso mercado e das nossas instituições, mas também o mercado e as instituições que queremos ter no médio e longo prazo.

67. Nesse sentido, entendo que a melhor solução para as situações de conflito, quando se sopesam as vantagens e desvantagens de cada alternativa, continua sendo uma regra baseada em um controle substancial, **ex post**. A regra pode ser aperfeiçoada, a fim de criar incentivos mais claros e melhor desenvolvidos para a utilização de soluções procedimentais bem como para aprimoramento do **enforcement**. Os procedimentos constantes do Parecer de Orientação CVM nº 35/2008 e as atuais regras de **disclosure** são avanços significativos, que indicam o caminho que devemos continuar a trilhar.

68. Não obstante, reconheço que também existem bons argumentos para defender a migração para uma regra baseada no conflito formal. Nessa hipótese, deveríamos instituir um regime diferente do que temos hoje em razão da posição atualmente dominante na CVM. Para ser mais eficaz, um regime baseado em soluções **ex ante** deve exigir que certas transações com partes relacionadas⁴⁷ sejam necessariamente submetidas à deliberação de assembleia, onde o acionista conflitado ficará proibido de votar (sempre ou caso não sejam adotados certos procedimentos). Nesse sentido, a recente reforma realizada pela Comunidade Europeia⁴⁸ pode ser uma boa inspiração para o debate.

⁴⁷ Os filtros de relevância utilizados no Anexo 30-XXXIII da Instrução CVM nº 480/2009 podem ser um ponto de partida.

⁴⁸ A Diretiva (UE) 2017/828 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 17 de maio de 2017, alterou a Diretiva 2007/36/CE e, dentre outras mudanças, incluiu novas regras para transações com partes relacionadas, que deverão ser implementadas por todos os Estados-Membros. De acordo com o item 4 do novo artigo 9º-C da Diretiva 2007/36/CE, *“os Estados-Membros devem assegurar que as transações relevantes com partes relacionadas sejam aprovadas pela assembleia-geral ou pelo órgão de administração ou de supervisão da sociedade segundo procedimentos que impeçam as partes relacionadas de explorar a sua posição e que ofereçam uma proteção adequada dos interesses da sociedade e dos acionistas que não são partes relacionadas, incluindo os acionistas minoritários”*. A



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

É como voto.

Original assinado por
Gustavo Machado Gonzalez
Diretor

diretiva prossegue assinalando que, “*se a transação com uma parte relacionada envolver um administrador ou um acionista, estes não podem participar na aprovação ou na votação*”.

Ademais, é importante notar que as regras que requerem a aprovação pela maioria desinteressada das transações com partes relacionadas são aplicáveis não só a transações relevantes (conforme item 4, já transcrito), mas também “*não são aplicáveis às transações realizadas no quadro da atividade corrente e celebradas em condições normais de mercado. Para essas operações, o órgão de administração ou de supervisão da sociedade deve estabelecer um procedimento interno para avaliar periodicamente se estas condições são cumpridas. As partes relacionadas não podem participar nessa avaliação*” (artigo 9º-C, item 5).