

**Interessado:** Tractebel Energia S.A.

**Assunto:** Recurso contra entendimento da SEP, a respeito da possibilidade do acionista controlador, GDF Suez Energy Latin America Participações Ltda., votar na assembléia sobre a aquisição de ações da Suez Energia Renovável S.A.

**Diretor-relator:** Aleksandro Broedel Lopes

#### Relatório

1. Em 21/12/09, a Tractebel Energia S.A. ("Tractebel") divulgou fato relevante, informando sobre a aprovação, pelo seu Conselho de Administração, da proposta de aquisição da totalidade das ações ordinárias de emissão da Suez Energia Renovável S.A. ("SER"), detidas pela GDF Suez Energy Latin America Participações Ltda. ("GDF") – esta última controladora da Tractebel. Conforme o fato relevante, a proposta seria submetida à ratificação, por meio de assembléia geral de acionistas, em atenção ao artigo 256 da Lei nº 6.404/76.
2. Em 23/12/09, a Superintendência de Relações com Empresas ("SEP") solicitou à Tractebel esclarecimentos sobre a operação descrita no fato relevante, fazendo-se referência à "reclamação encaminhada a esta Autarquia por e-mail".
3. A Tractebel, em 04/01/10, respondeu ao ofício da SEP, afirmando que a aquisição das ações da SER – representativas de 99,99% do seu capital social – foi aprovada pelos conselheiros independentes da companhia, eleitos pelos minoritários, de forma que, ainda que desconsiderados os votos dos conselheiros eleitos pela controladora, a operação receberia a aprovação necessária. Por outro lado, o Parecer de Orientação CVM nº 35/2008, suscitado pelo acionista que apresentou reclamação à CVM, não se aplicaria ao caso, por específico para operações de fusão, incorporação e incorporação de ações.
4. Em 06/12/10, a SEP solicitou à Tractebel manifestação do seu acionista controlador, a fim de que informe sobre a sua intenção de votar na assembléia que deliberará sobre a aquisição das ações da SER.
5. Em resposta, de 13/01/10, a Tractebel informou que o acionista controlador votou sem qualquer restrição nas oportunidades anteriores que envolveram aquisições.
6. A esse respeito, a SEP, em 21/01/10, encaminhou ofício à Tractebel informando que, nos termos do artigo 115, parágrafo 1º, da Lei 6.404/76, o acionista não poderá votar na assembléia geral que possa beneficiá-lo de modo particular ou em que tiver interesse conflitante com o da companhia. A proibição de voto vigoraria mesmo que a deliberação trate de benefícios perfeitamente lícitos, que possam coincidir com o interesse da companhia.
7. Por essa razão, a SEP conclui adotaria medidas administrativas cabíveis, caso o controlador da Tractebel votasse na assembléia convocada para deliberar sobre a aquisição da SER.
8. Em 12/08/10, a Tractebel apresentou nova manifestação, para tecer detalhes sobre a sua estratégia de desenvolvimento, a qual estaria atrelada à aquisição, a terceiros ou ao acionista controlador, de novos empreendimentos em operação ou em implementação. Informou, ainda, sobre a contratação de consultores especializados para diagnosticar a real causa do desconforto manifestado por alguns acionistas, com relação à aquisição da SER. Tudo para informar que estaria disposta a criar um Comitê Especial Independente para Transações com Partes Relacionadas ("Comitê"), nos moldes preconizados pelo Parecer de Orientação CVM nº 35, com o objetivo de resolver a questão do potencial conflito de interesses. Sobre esse Comitê, a Tractebel informou que:
  - i. o Comitê seria criado pelo Conselho de Administração e seria composto exclusivamente por administradores da Tractebel, em sua maioria independentes, incluindo membros do Conselho de Administração e da Diretoria da Companhia, "assegurando a participação de pessoas com a especialização e o conhecimento operacional do setor elétrico";
  - ii. o Comitê "teria por atribuição analisar e negociar, dentre outras matérias, qualquer projeto ou proposta de aquisição, pela Companhia 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";
  - iii. o Comitê asseguraria "a definição independente das condições da transação, eliminando qualquer conflito de interesse material nas deliberações finais de sua aprovação";
  - iv. por outro lado, tendo havido a negociação e a recomendação pelo Comitê, seria imprescindível que todos os seus acionistas pudessem votar, sem qualquer exclusão;
  - v. com a constituição do Comitê referido, não haveria razão para limitar os seus efeitos às hipóteses de fusão, incorporação ou incorporação de ações, regidas pelo artigo 264 da Lei 6.404/76, pois, conforme o Parecer de Orientação CVM nº 35, a independência na condução das negociações é o ponto fundamental para a conclusão de operações equitativas.
9. A Tractebel solicita, assim, a revisão do entendimento manifestado pela SEP, em 21/01/10, sobre a proibição de voto do acionista controlador. Do contrário, requer o encaminhamento do processo ao Colegiado, nos termos do inciso III da Deliberação CVM nº 463/03.
10. Por fim, a Tractebel informou que, de todo modo, especificamente com relação à aquisição da SER, o acionista controlador pretende se abster de votar na deliberação assemblear sobre a matéria.
11. Em 16/08/10, por meio do MEMO/CVM/SEP/GEA-3/nº252/10, a SEP manifestou-se pela manutenção do seu entendimento inicial, no sentido de que o acionista controlador deve abster-se de votar nas deliberações que potencialmente possam beneficiá-lo de modo particular ou em que tiver interesse conflitante com o da companhia. Destacou, não obstante, que a constituição de um Comitê Independente é elogiável e tende a assegurar que as operações sejam realizadas no interesse da companhia. Além disso, diante desses cuidados, as operações, uma vez levadas à deliberação assemblear, tendem a ser aprovadas, mesmo que sem a participação do controlador.
12. Com a manifestação final da SEP, o pleito da Tractebel foi submetido à apreciação do Colegiado da CVM.
13. É o relatório.

**Voto**

1. O tema do "conflito de interesses", na forma em que se encontra descrito no parágrafo 1º do artigo 115 da Lei 6.404/76, é, mais uma vez, posto à discussão do Colegiado desta autarquia. Faço desde logo a transcrição do artigo referido, a fim de facilitar a compreensão do assunto:

"Art. 115. O acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia; considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas.

§ 1º o acionista não poderá votar nas deliberações da assembléia-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, nem em quaisquer outras que puderem beneficiá-lo de modo particular, ou em que tiver interesse conflitante com o da companhia."

2. Como visto, a Tractebel propõe a criação de um Comitê Especial Independente para Transações com Partes Relacionadas ("Comitê"), composto exclusivamente por administradores, em sua maioria independentes, incluindo membros do Conselho de Administração e da Diretoria da Companhia. Com a criação desse Comitê, a Tractebel entende que não estará proibida de votar, nos termos do artigo acima referido.
3. Para avaliar o caso, farei a seguir um brevíssimo resumo dos antecedentes verificados para o assunto. Após, tratarei das discussões doutrinárias e dos aspectos econômicos inerentes à questão.

## I. PRECEDENTES

### a. Caso TIM

4. No Processo Administrativo Sancionador CVM nº TA/RJ2001/4977, julgado em 19 de dezembro de 2001, analisou-se a possibilidade de voto, pela Tele Celular Sul Participações S.A. ("TCS"), controladora da CTMR Celular S.A. ("CTMR"), em assembléia para deliberar sobre contrato firmado entre a CTMR e a Telecom Italia Mobile ("TIM"), controlada indiretamente pela "TCS".
  5. Na ocasião, a Diretora Norma Parente entendeu que o fato de a TCS figurar, simultaneamente, em posições contratuais opostas, ainda que indiretamente, configuraria, necessariamente, o conflito de interesses.
6. De acordo com o voto vencedor, da Diretora Norma, não se mostrava necessária, sequer, a apuração do voto da TCS, em contraposição à análise dos interesses da companhia. Não era necessário, da mesma forma, verificar se o contrato era negociado a preços eqüitativos, ou seja, sem que houvesse favorecimento indevido para qualquer uma das partes<sup>[1]</sup>.
7. O Diretor Marcelo Trindade também proferiu voto, concordando com a Diretora Norma, no sentido de que "a regra do impedimento de voto deve ser posta em prática previamente à deliberação da companhia". Acrescentou, no entanto, que "tratando-se de contrato entre o acionista e a companhia, a hipótese é de benefício particular, e não conflito de interesses genericamente considerado – dado também entender que tal conflito deva ser apreciado *ex post*".
  8. Com isso, firmou-se na CVM o entendimento de que o conflito de interesses, previsto no parágrafo 1º do artigo 115, seria verificável *a priori*, objetivamente, quando, por exemplo, o acionista estivesse contratando com a companhia (o conflito de interesses seria, então, "formal", conforme conceituação doutrinária, que se verá adiante).
  9. Todavia, naquele mesmo julgamento, o Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos manifestou-se em sentido oposto, para defender que o conflito de interesses só poderia ser verificado no caso concreto, *a posteriori* ("conflito material", conforme a doutrina).
  10. Para o Diretor Luiz Antonio, "o acionista é quem deve julgar, a princípio, se está em conflito de interesse, no sentido de que somente o acionista pode, de antemão, saber se irá privilegiar algum interesse (i.e. o interesse que não é da sociedade)". Nessa linha de pensamento, concluiu que:  
"A presunção *a priori* é algo, a meu ver, muito violento e assistemático dentro do regime do anonimato, pois afasta a presunção de boa-fé, que me parece ser a presunção geral e mais tolhe um direito fundamental do acionista ordinário que é o direito de voto, no pressuposto de que ele não teria como resistir à tentação. Dito de outra forma, estar-se-ia a expropriar o direito de voto do acionista no pressuposto de que ele poderia vir a prejudicar a companhia mediante o seu exercício, em virtude de um aparente conflito de interesse. Haveria a presunção de que o acionista perpetraria uma ilegalidade acaso fosse lícito que proferisse o seu voto, numa espécie de consagração da fraqueza humana. Prefiro, em situações genéricas, entender que as pessoas cumprem a lei, que não se deixam trair por seus sentimentos egoísticos, porque, como disse, a boa-fé é a regra igualmente o cumprimento da lei e a inocência. Ora, se isto não fosse verdade, talvez fosse melhor não haver sociedade, pois a confiança é algo fundamental nas relações societárias, até mesmo nas companhias abertas, pois ninguém, em sã consciência, gostaria de ser sócio de alguém em que não confia, principalmente se este alguém for o acionista controlador. Parece-me, assim, evidente a distorção, pois a presunção de hoje e sempre é que as pessoas cumprem a lei."
11. Em razão de recurso voluntário, interposto pelos acusados, o caso foi levado à apreciação do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional ("CRSFN")<sup>[2]</sup>, que, por maioria, deliberou negar provimento ao recurso interposto. Na fundamentação do voto vencedor, o Conselheiro Edson Garcia entendeu que seria possível conciliar as duas teorias existentes (formal e material), para concluir que a avaliação do conflito pode ser feita *a priori*, pelo próprio acionista, ou *a posteriori*, quando, após o voto, outro acionista suscite a situação de conflito. Abaixo, trecho da ementa em que se menciona o voto citado:

"A interpretação mais adequada para a parte final do dispositivo em tela – que trata de benefício particular ou interesse conflitante – deve ser a que conclui que o voto do acionista que se considerar em conflito é vedado *a priori*, mas apenas no caso de esse acionista votante, em seu juízo de valor, se verificar na situação de conflito. Vale frisar: o acionista é quem deve julgar se está ou não na condição de conflito de interesse. Entretanto, adotou-se entendimento segundo o qual verificação da existência do conflito possa também se dar *a posteriori*. Na hipótese de não ter o acionista se visto na situação de conflito, até o momento do exercício de seu direito de voto, a seu talante deve votar na assembléia para que, em fase ulterior, seja apurada ocorrência ou não do conflito. Suscitada situação de conflito por outro acionista, deve o acionista questionado votar se, argüida sua situação de conflito, não vier a mudar sua posição anterior. Na hipótese de o acionista decidir por votar na assembléia em que foi argüida sua situação de conflito, ficará sujeito, além do posterior controle da situação de conflito, às cominações legais (imputação de responsabilidade e penalidades, inclusive pela Comissão de Valores Mobiliários)."

## b. Caso Previ

12. 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 assembléia geral da TNLP, que aprovou a celebração de um contrato entre a Telemar, controladora da TNLP, e as concessionárias controladas pela TNLP.
13. Em resumo, 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).
14. A Diretora-Relatora Norma Parente firmou, novamente, o entendimento de que o conflito de interesse é de ordem formal. Na oportunidade, a relatora diferenciou, inicialmente, o voto abusivo e o conflituoso. Explanou a Diretora que, na primeira hipótese, prevista no *caput* do artigo 115 da Lei nº 6.404/76, há, necessariamente, uma avaliação substancial do voto, *a posteriori*, a fim de se verificar o eventual abuso do acionista, na sua manifestação de voto. Na outra situação, de conflito, prevista no parágrafo 1º do citado artigo 115, a lei teria proibido o acionista de votar, sendo essa uma "proibição cautelar do exercício do poder de voto".
15. A Diretora Norma acrescentou, ainda, que:

"O acionista não é o juiz soberano para decidir sobre a existência ou não do conflito, sabido que o mesmo é puramente formal. Do contrário, fosse um comando moral, efeito inerente da corrente que defende as considerações substanciais e *ex post* do conflito, a decisão do acionista seria soberana e incontestável frente até ao Judiciário, já que a análise do *animus* daquele seria praticamente impossível.

(...)

Permitir o voto, para depois questionar-se sobre a existência de dano ou mesmo se havia ou não conflito de interesses só tumultuaria a vida da sociedade, com as incertezas que podem advir de discussões judiciais, que dependem de provas complexas e que terminam gerando incertezas quanto aos seus rumos. Portanto, a preservação da harmonia e segurança da atividade empresarial, também, impunham a medida preventiva."
16. O voto da Diretora Norma, no entanto, restou vencido, pois o Colegiado acompanhou o voto do Diretor Wladimir Castelo Branco, no qual se afirmou que "o acionista, controlador ou não, deve exercer seu direito de voto no interesse da companhia. Se houver, por conseguinte, uma desobediência a esse princípio, estará caracterizado o abuso do direito de voto e, no caso específico, o conflito de interesses".
17. O Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos também apresentou sua declaração de voto, para reafirmar a posição de que o conflito de interesses, na sua acepção técnica, deve ser substancial, efetivo e inconciliável. Levou-se em consideração, no caso, o princípio da presunção de boa-fé, no sentido de que não seria possível, antecipadamente, concluir-se pela intenção de um acionista votar, em situação de aparente conflito, contra os interesses da companhia.
18. Por fim, o Diretor Luiz Leonardo Cantidiano, em seu voto, concluiu que a norma em análise deve ser interpretada da seguinte forma:

"Olhando a parte final do parágrafo final 1º pelo outro lado, verifica-se que se a deliberação não puder beneficiar o acionista de modo particular e/ou se o seu interesse estiver sintonizado com o interesse da companhia ele estará admitido a votar. Ele poderá votar."

## c. Caso Ambev

19. Em 16 de dezembro de 2004, no julgamento do processo nº RJ2004/5494, relativo a recurso contra a decisão da Superintendência de Relações com Empresas ("SEP"), o Colegiado da CVM apreciou a alienação do controle da Companhia de Bebidas da América ("Ambev") via permuta de ações com a Interbrew S.A. ("Interbrew").
20. No caso, alguns acionistas argumentaram que os controladores da Ambev não poderiam ter participado da deliberação para aprovar a incorporação da Labatt Brewing Canadá Holding Ltd. ("Labatt"), pois persistiria obrigação da Ambev, perante a Interbrew, de votar favoravelmente na referida deliberação.
21. O relator do processo, Diretor Wladimir Castelo Branco Castro, consignou que o conflito de interesses, previsto no parágrafo 1º do artigo 115 da Lei 6.404/76, seria substancial e, portanto, comportaria um controle *ex post* do exercício do direito de voto pelo acionista.
22. No entanto, na fundamentação do voto, prevaleceu o entendimento de que o conflito de interesses, na forma prevista no artigo 115, parágrafo 1º, não seria aplicável, por tratar-se de incorporação de empresa sob controle comum, aplicando-se o disposto no artigo 264, *caput* e parágrafo 4º, da Lei nº 6.404/76.
23. Já a Diretora Norma Parente, em seu voto, registrou, novamente, que o conflito de interesses seria formal e, portanto, os acionistas controladores da Ambev não poderiam votar na assembléia que aprovou a incorporação da Labatt. Em seu voto, a Diretora ponderou que o caso não poderia ser analisado considerando-se, apenas, a operação de incorporação de sociedade sob controle comum, já que a incorporação da Labatt estaria atrelada à permuta de ações entre os controladores da Ambev e a Interbrew, de forma que a incorporação deveria ser apreciada com foco nesta operação de permuta de ações. Sob essa ótica, persistiria o conflito de interesses dos controladores da Ambev, que teriam incorrido no "ilícito tipificado no artigo 115, parágrafo 1º, da LSA".
24. Ao final, quanto ao conflito de interesses dos controladores, prevaleceu o voto do Diretor Wladimir Castelo Branco, vencida a Diretora Norma neste ponto.

## II CONFLITO DE INTERESSES FORMAL X MATERIAL

25. Conforme indicam os precedentes acima mencionados, discutiu-se, no tempo, qual seria a correta interpretação do "conflito de interesses" previsto no parágrafo 1º do artigo 115 da Lei nº 6.404/76. O debate, na maioria dos casos, voltou-se ao enquadramento de tal conflito como sendo de ordem substancial/material ou formal.
26. Na doutrina jurídica, o debate se desenvolveu no mesmo sentido. A diferença é que, nas discussões acadêmicas, é feita também uma avaliação do que seria o próprio "interesse social" da companhia, como premissa lógica para a avaliação das situações de conflito.
27. Com efeito, é interessante notar que, na fundamentação de suas opiniões, os doutrinadores, em grande medida, concordam com alguns conceitos atinentes ao que seria o "interesse" a que alude a Lei. Refiro-me aqui à análise do "interesse social" da companhia. Vejamos:

"O interesse social não é, pois, a somatória dos interesses de cada acionista, mas a transcendência desses mesmos interesses por interesse comum a todos, definido no objeto empresarial específico da companhia nos fins sociais que são comuns a todas elas, qual seja, a realização do

lucro"[\[3\]](#)

"O que, porém, singulariza a sociedade é que, como contrato plurilateral, conquanto motivadas por interesses conflitantes, as partes tendem juntas a um escopo comum. (...) A esse interesse comum dos sócios, dá-se o nome de interesse social."[\[4\]](#)

"Ao falar em 'interesse da companhia', a lei se refere ao interesse comum dos acionistas, igual para todos, pois que corresponde ao modelo jurídico sobre o qual se elaborou o instituto."[\[5\]](#)

28. Bem verdade que o interesse da companhia, como decorrente do estudo da própria teoria da sociedade, é tema largamente estudado pelos comercialistas do mundo todo, há décadas. Nesse aspecto, após diversas transformações dos pensamentos, oriundas dos amplos debates e, especialmente, de constatações empíricas, é natural que a doutrina tenha se aperfeiçoado, para atingir um mínimo consenso com relação ao que se entende por "interesse social"[\[6\]](#).
29. Mas o curioso é que, como se verá a seguir, ao colocar em prática esses conceitos sobre o "interesse social", para, então, definir quando se dão as situações de conflito de interesses, os doutrinadores acabam por divergir, formando, como mencionado, duas grandes correntes de pensamento.
30. A seguir, serão avaliadas pontualmente as principais vertentes para o assunto, tanto sob o ponto de vista jurídico, quanto econômico (notadamente com uma visão a respeito da formação contratual da firma). Não há, nesse sentido, pretensão de se exaurirem os argumentos existentes no âmbito acadêmico. O objetivo será, apenas, colher embasamento para a conclusão deste voto.

#### a. Conflito material – aspectos jurídicos

31. De um lado, estão aqueles que entendem que o "conflito de interesses" seria de ordem material, ou seja, deve ser avaliado conforme as circunstâncias, *a posteriori*.
32. Erasmo Valladão[\[7\]](#), por seu trabalho seminal sobre o tema, é bastante citado nas discussões existentes. Em linhas muito resumidas, seus principais argumentos consistem no seguinte:
- i. Todo o arcabouço que compõe a legislação societária coíbe o "abuso de poder" e, também, o "ato emulativo". Nesse sentido, o "conflito de interesses", da maneira como o legislador dispôs na Lei das S.A., interliga-se com aqueles conceitos, especialmente com o de "abuso de poder" – que, no caso, está incluído no próprio *caput* do artigo 115 da Lei das S.A.. Por essa razão, a interpretação do conceito de "conflito de interesses" deve-se dar de uma maneira ampla, substancial (e não formal);
  - ii. A própria Lei das S.A. prevê, expressamente, a relação entre as sociedades coligadas, controladoras e controladas, bem como de grupos societários. Nesse contexto, não é crível que o legislador tenha estabelecido um sistema formal de proibição de voto, "o que praticamente eliminaria a possibilidade da sociedade controladora votar nas assembléias da controlada".
33. Em pensamento semelhante, Luiz Gastão Paes de Barros Leães defende o seguinte:
- "Aliás, como adverte Luigi Mengoni em magistral estudo sobre a matéria, a 'proibição de voto' como sistema de tutela do interesse social vem sendo restringida gradativamente a hipóteses excepcionais, em face das necessidades do mundo econômico moderno, caracterizado pela concentração empresarial. Nas relações entre sociedades controladoras e controladas, estas perdem grande parte de sua autonomia empresarial. (...) Daí a tendência a adotar um sistema de controle *ex post* do exercício de voto; fulminando-o quando, do conflito de interesse, resulte ele objetivamente idôneo a acarretar dano à sociedade ou a outros acionistas, ou perseguir vantagens indevidas, para si ou para outrem"[\[8\]](#)
34. Indo além, os defensores da corrente materialista afirmam que:
- "até mesmo por uma questão jurídica a proibição do voto *a priori*, diante da ocorrência de conflito de interesses meramente formal, enseja riscos irremediáveis, diferentemente dos riscos aos quais se submeteriam as companhias com a aplicação dinâmica do critério substancial, através da qual se permitiria que fossem desconstituídos os votos viciados, e anulada a deliberação."[\[9\]](#)
35. Dessa forma, como se vê, no desenvolvimento da corrente doutrinária, os defensores do conflito material afirmam que os acionistas, quando em conflito de interesses, podem votar. Mais do que isso, alguns sugerem que o acionista em conflito deva votar, pois, do contrário, não haveria voto anulável e, portanto, não seria possível emanar conclusão sobre o verdadeiro resultado da deliberação, em eventual litígio para discutir a ocorrência ou não do conflito de interesses.
36. Com o devido respeito aos ilustres defensores da corrente materialista, tenho algumas reservas sobre as suas conclusões.
37. Primeiro, de uma análise do texto da lei em estudo, noto que parágrafo 1º do artigo 115 da Lei 6.404/76 diz, expressamente, que "o acionista não poderá votar" em quatro situações, sendo uma delas quando "tiver interesse conflitante com o da companhia"[\[10\]](#). Dessa leitura, e com a devida vênia, não entendo que a melhor interpretação do texto referido seja aquela que exclui a negativa da lei, para concluir que o acionista "poderá votar", em situação de conflito.
38. Além disso, não me parece que a previsão legal das relações entre as sociedades coligadas, controladoras e controladas, bem como de grupos societários, seja contraditória com a proibição do voto. Entendo que a lei dá tratamento distinto para situações também distintas. O fato de a lei permitir que a Companhia contrate com um de seus acionistas não é contraditório com a proibição de voto nos casos de conflitos de interesses, oriundos, por exemplo, do próprio contrato a ser firmado. Ainda que não persista o voto do acionista contratante, o contrato poderá ser proposto e firmado pela Companhia, conquanto haja a aprovação dos demais acionistas.

39. Por outro lado, mostra-se coerente o argumento de que até o advento da Lei 6.404/76 não estava explícito o conflito de interesses como uma das hipóteses de proibição de voto. Assim, entendo que a sua inclusão seria um ótimo indicativo da intenção do legislador de proibir, efetivamente, o voto do acionista, nessa hipótese [\[11\]](#).
40. Essas conclusões são corroboradas por uma análise econômica do assunto, conforme comentários que tecerei a seguir.
- b. Conflito material – aspectos econômicos**
41. O conjunto de contratos que caracteriza a companhia moderna se materializa em situações de assimetria informacional. Isto é, as partes possuem conjuntos informacionais diversos acerca da realidade econômica das companhias. Situações de assimetria de informação podem gerar dois problemas clássicos já bem explorados pela literatura econômica: seleção adversa e risco moral. Se mecanismos não forem criados para alinhar interesses e mitigar a assimetria, surgirão problemas de seleção adversa anteriores à formação dos contratos (*ex ante*) ou de risco moral posteriores ao vínculo contratual (*ex post*).
42. O caso que será aqui analisado ilustra bem a situação de conflito de interesses (pelo menos potencial) surgido em uma situação na qual as partes possuem conjuntos informacionais diferentes. Claramente, acionistas controladores e minoritários estão imersos em uma situação de assimetria principalmente em relação à empresa com a qual a companhia está contratando. Obviamente o controlador possui informações mais precisas e mais amplas acerca da transação que está sendo realizada do que o acionista minoritário.
43. Sendo assim, pode-se pensar na solução ótima para o problema em questão. Como alinhar interesses e como garantir que os supracitados problemas informacionais não inviabilizem o contrato? Podemos inicialmente avaliar os incentivos.
44. O acionista controlador possui interesses conflitantes (pelo menos potencialmente) em relação aos acionistas minoritários, em função de sua participação societária em ambas as companhias: compradora e vendedora. Este acionista controlador poderá então propor uma transação que terá um efeito em sua riqueza pessoal diferente do efeito para o acionista minoritário – isso decorre, obviamente, de suas participações em ambas as contratantes. É claro que o controlador poderá agir de forma proba no caso concreto e não se deixar contaminar pelo conflito de interesse. No entanto, o que o controlador fará no caso concreto não é o mais relevante. O importante é que o conflito potencial existe *ex ante*. Ou seja, não há como o minoritário saber qual será a postura do controlador. Sempre haverá a possibilidade de que o controlador se comporte de forma inadequada. É o que ocorre no contrato de seguros – de veículos, por exemplo. É impossível que a seguradora saiba exatamente *ex ante* qual será o comportamento do segurado. Por isso ela estabelece incentivos para que ele se comporte de forma a minimizar os riscos do sinistro – estabelecendo uma franquia, por exemplo.
45. Ou seja, independentemente do comportamento do controlador *ex post*, existe o risco *ex ante* de que ele não se comporte segundo os interesses dos minoritários. Sendo assim, cabe perguntar: qual o efeito desse risco no comportamento do minoritário se nenhuma medida for tomada para alinhar interesses?
46. 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.
47. Como alinhar esses interesses? Como resolver o problema do conflito? Parece-me que o legislador foi sábio ao afirmar que controladores que possuem interesses conflitantes não devem votar nas assembleias. Qual o efeito prático dessa medida? O controlador é obrigado (uma vez que não terá poder integral de aprovar a transação) a elaborar uma proposta que atenda minimamente os interesses dos minoritários. Caso contrário, ela não será aceita e o negócio não será concretizado. Nessa situação, ele não terá incentivos para elaborar uma proposta que não atenda aos interesses dos minoritários. Existe um alinhamento natural [\[12\]](#).
48. Quem perde com a abstenção do controlador? Somente os interesses particulares deste mesmo controlador. A abstenção do controlador reduz *ex ante* o risco de que se materialize uma transferência de riqueza entre as empresas com prejuízos para o minoritário.
49. Poder-se-ia argumentar que tal restrição de voto teria efeitos deletérios na dinâmica empresarial e na formação de contratos entre as partes interessadas – elemento essencial da autonomia privada. Não vejo comprovação empírica deste argumento, nem embasamento teórico. Mecanismos de mitigação de conflitos de interesse existem em todos os ramos da economia que envolvem assimetria informacional. Na realidade, creio que as evidências nos levam a prever o contrário. No contexto do mercado de capitais, a quebra eficiente de assimetria informacional e o alinhamento dos contratos são elementos essenciais para que o mercado possa funcionar. Se a assimetria não for quebrada e os interesses alinhados, os investidores – na melhor das hipóteses – elevarão o desconto dos títulos, o que levará à redução da riqueza de todos os *stakeholders* da companhia. Ora, entendo que é exatamente isso que se quer evitar no mercado de capitais.
50. Outro argumento é que tal mecanismo resultaria em custos maiores. Sem dúvida, a redução de assimetria e o alinhamento de interesses resultam em custos para as empresas. É claro que a auditoria externa independente tem custos, por exemplo. É claro que programas de remuneração variável possuem custos, por exemplo. Entendo que mecanismos de quebra de assimetria e alinhamento de incentivos devem ser valorizados no contexto do mercado de capitais, especialmente quando envolvem a proteção de acionistas minoritários.
51. Esse tipo de mecanismo de restrição do voto dos acionistas controladores é proposto por *Djankov et al.* [\[13\]](#) associado a mecanismos eficientes de evidenciação. No que tange ao *disclosure*, essa é exatamente a postura adotada por esta Comissão, que aprovou, por intermédio da Deliberação CVM 560/2008, o Pronunciamento Técnico 05 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) – Divulgação sobre Partes Relacionadas. Este pronunciamento estabelece exatamente as informações que devem ser levadas ao mercado no que tange a transações que sejam realizadas entre partes relacionadas e que, naturalmente, possuem interesses potencialmente conflitantes.

**c. O conflito formal e a consideração da realidade econômica. Uma terceira corrente?**

52. Com as considerações feitas até o momento, é provável que esse voto esteja sendo interpretado como mais uma manifestação firme pelo entendimento de que o conflito de interesses seria de ordem formal. Essa conclusão não é de todo incorreta, mas gostaria de analisar o posicionamento formalista um pouco mais a fundo.
53. Conforme mencionei acima, entendo que a redução de assimetria e o alinhamento de interesses são possíveis, por meio de mecanismos que, num primeiro momento, resultam em custos, mas, num segundo momento, favorecem a visão que o mercado tem perante a Companhia e, conseqüentemente, geram valor para a mesma.
54. Está-se falando aqui sobre governança corporativa, tema que, como se sabe, é cada vez mais explorado e entendido como necessário para o desenvolvimento do mercado de capitais.
55. Considerando-se a evolução do que se entende por governança corporativa no mercado nacional, mostra-se adequada a interpretação das normas vigentes levando-se em consideração essa realidade. Melhor dizendo, é imperiosa a análise da norma dentro do contexto fático a que ela está integrada.
56. Nesse contexto, 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. Sobre o assunto, Calixto Salomão conclui que:
- "A eliminação de custos de transação entre capital e trabalho, custos que são crescentemente mal solucionados pelo mercado, é função relevante da empresa. Demonstração disso é o ganho em eficiência, produtividade e profissionalismo advindo da solução paritária (ou quase paritária) alemã.
- O mesmo pode-se dizer sobre outras relações como por exemplo aquelas com os consumidores ou mesmo com os acionistas minoritários.
- Particularmente em relação a esses últimos em panoramas econômicos que, como o brasileiro, demonstram uma clara incapacidade do mercado em defender-lhes os interesses, com crises de confiança que fazem lentamente migrar (e migrar para o exterior) nosso mercado bolsístico, uma intervenção organizativa seria mais que bem vinda."[\[14\]](#)
57. 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. Vale dizer, a defesa exacerbada da posição formalista pode, eventualmente, fechar os olhos para soluções interessantes que o mercado apresenta, de acordo com cada caso concreto.
58. A corroborar a idéia de que a análise do conflito de interesses não deve estar vinculada, em todos os casos, a conclusões estanques, meramente objetivas, Fabio Konder Comparato afirma o seguinte:
- "A lei brasileira, como a italiana, proibe seja dado em assembléia geral um voto conflitante com o interesse da companhia. Indaga-se, portanto, se a mesa diretora dos trabalhos da assembléia estaria autorizada a não computar esse voto na deliberação. Parece evidente que sim, quando se trata de uma das situações de conflito aberto de interesses, relacionadas no § 1º do art. 115: deliberações relativas ao laudo de avaliação dos bens com que o votante concorrer para a formação do capital, aprovação de contas do votante como administrador ou concessão de vantagens pessoais. Trata-se, afinal, de mera aplicação do princípio *nemo iudex in causa propria*.
- Tirante esses casos expressamente indicados na norma, para que haja impedimento do voto é mister que o conflito de interesses transpareça a priori da própria relação ou negócio sobre que se vai deliberar, por exemplo, um contrato bilateral entre a companhia e o acionista. Não transparecendo preliminarmente o conflito de interesses, nem por isso deixa de valer a proibição do voto, a qual continua a se dirigir ao votante e que pode, em qualquer hipótese, ser invocada por outros acionistas presentes na assembléia."[\[15\]](#) (grifou-se).
59. O texto acima transpõe a idéia de que haverá, nos casos de conflitos de interesses, duas situações distintas: (i) uma em que tal conflito transpareça *a priori*, quando, então, o impedimento de voto deve vigorar sumariamente; (ii) outra em que esse conflito não seja tão evidente, sendo possível, obviamente, considerar-se a proibição do voto, a qual, porém, deverá ser justificada, ao ser invocada por outros acionistas.
60. Nesse sentido, conforme avaliação de Calixto Salomão, a opinião de Comparato não se enquadraria, na doutrina vigente, em um posicionamento pelo conflito formal ou material, representando, na verdade, uma terceira corrente de pensamento [\[16\]](#).
61. Mais uma prova de que a posição defendida por Comparato propõe uma solução mais flexível, na apreciação do conflito de interesses, está na conclusão do parecer que integra o texto antes citado, em que o referido jurista sugere algumas indagações que devem orientar o julgador, na análise do conflito de interesses, a saber:
- O "interesse particular dos controladores conflitava com o interesse comum dos sócios?"
  - "podem [os] acionistas controladores demonstrar que agiram sempre visando ao maior benefício, ou ao menor sacrifício, dos demais acionistas?"
62. Compartilho integralmente com a forma de interpretação do artigo 115, parágrafo 1º, proposta por Comparato. Entendo que 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.
63. É verdade que, como mencionado, um contrato entre a companhia e um acionista trará consigo, necessariamente, uma situação de conflito, natural da própria relação entre os contratantes. Mas, em tese, se o acionista, por intermédio de algum mecanismo de governança, fizer prova de que agirá de acordo com o interesse da companhia, o seu voto será possível, ainda que seja parte de contrato com a companhia [\[17\]](#).
64. Com efeito, será sempre difícil verificar se a manifestação do acionista condiz, ou não, com o interesse social da companhia. Nesse aspecto, alguns dirão ser impossível a criação de mecanismos que assegurem, com altíssimo grau de certeza, a solução do problema do conflito, na manifestação do voto. Dirão que conflito nunca poderá ser resolvido, *ex ante*, por medidas acautelatórias tomadas pela própria companhia, em atos de melhor governança.
65. Acredito, no entanto, que o estudo constante do assunto, das evoluções nos arranjos negociais do mercado, poderá, ao menos em tese, trazer

uma solução para o problema ora em debate. Não podemos afirmar que o conflito de interesses não poderá ser resolvido, *ex ante*. Essa possibilidade precisa manter-se aberta.

66. Se essa opinião corresponde a uma terceira corrente sobre o assunto ou se seria apenas um aperfeiçoamento da corrente formal, trata-se de um questionamento interessante. Meu entendimento é que essa visão está alinhada com alguns debates encontrados internacionalmente e encontra embasamento em pensamentos de alguns importantes doutrinadores, aqui citados.
67. Sob essa ótica, parece-me que o presente caso merece especial atenção, pois a Companhia está propondo, justamente, uma solução para o problema do conflito de interesses.

### III O CASO EM ANÁLISE

68. Resumindo tudo que foi dito até o momento, o conflito de interesses, em maior ou menor grau, será inerente a uma situação que envolva contrato bilateral entre a companhia e o acionista. Portanto, nessas situações, presume-se que os acionistas contratantes não podem votar na assembléia geral que vá deliberar sobre o contrato de que são parte.
69. Por outro lado, eventuais soluções que visem à solução do problema do conflito não devem ser rechaçadas de plano. Admito, ao menos em tese, que é possível o desenvolvimento de mecanismos estruturais que mitiguem ou resolvam, na prática, o conflito de interesses. Em outras palavras, não acredito ser impossível a solução do problema do conflito, por meio de mecanismos de controle e alinhamento de incentivos.
70. Sobre esse último ponto, valho-me da clara definição de Calixto Salomão, acerca das soluções organizativas:

"Por solução orgânica ou estrutural quer-se significar a 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 conseqüências, ou através da criação de órgãos independentes, não passíveis de ser influenciados pelos interesses conflitantes."[\[18\]](#)
71. É exatamente o que ocorre no presente caso. A Tractebel propõe que seja criado, pelo Conselho de Administração da companhia, um Comitê Especial Independente para Transações com Partes Relacionadas ("Comitê"), composto exclusivamente por administradores, em sua maioria independentes, incluindo membros do Conselho de Administração e da Diretoria da Companhia.
72. Porém, como visto, o conflito de interesses que gera maior preocupação é aquele entre o controlador e o minoritário [\[19\]](#). E a proposta da companhia, da maneira como foi feita, não prevê a mitigação direta desse conflito, sendo que só a presença de membros da administração da companhia, ainda que independentes, não assegurará a proteção aos minoritários, com relação à negociação dos termos do contrato a ser firmado com o controlador [\[20\]](#).
73. A solução proposta pode, potencialmente, mitigar o conflito de interesses. Deve ser considerada, ainda, um ato de governança válido, até porque em linha com o que dispõe o Parecer CVM nº 35.
74. Deve-se frisar, porém, que o próprio Parecer CVM nº 35 deixa expresso que a sua aplicação é direcionada, especificamente, para a hipótese do artigo 264 da Lei nº 6.404, de 1976, que "criou um regime especial para as operações de fusão, incorporação e incorporação de ações envolvendo a sociedade controladora e suas controladas ou sociedades sob controle comum", caso em que o controlador pode, via de regra, exercer seu direito de voto. Portanto, a situação prevista no Parecer não excepciona, em absoluto, a previsão do parágrafo 1º do artigo 115, ora em análise[\[21\]](#).
75. Assim, não obstante os esforços empreendidos, entendo que o Comitê proposto pela Tractebel não elimina, de maneira efetiva, o problema do conflito de interesses, razão pela qual não vejo a medida como suficiente para superar a proibição de voto prevista no parágrafo 1º do artigo 115 da Lei 6.404/76.
76. Nesse sentido, é preciso que as propostas visem, em casos como o presente, à efetiva proteção dos acionistas minoritários, incluindo, por exemplo, a participação ativa destes na negociação das condições dos contratos que gerem as situações de conflito.
77. Essa sugestão, aliás, coaduna-se com algumas experiências obtidas em países com mercado de capitais mais desenvolvido, como os Estados Unidos da América:

"(...) 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."[\[22\]](#)
78. Outras sugestões poderão, evidentemente, surgir. Quando finalmente for possível afirmar que um mecanismo resolva o conflito existente, será possível que o acionista que contrata com a companhia vote, pois terá a prova de que a sua manifestação se deu em consonância com os interesses sociais.

### IV CONCLUSÃO

79. No caso em análise, a solução proposta pela Tractebel não soluciona o problema do conflito de interesses. O mecanismo por eles proposto (eleição de um Comitê Especial Independente para Transações com Partes Relacionadas) claramente não elimina o risco de conflito *ex ante*. Entendo, portanto, na análise deste caso concreto, que o tratamento adequado, tendo em vista nossa legislação societária e o alinhamento de interesses entre minoritários e controladores, é a abstenção do voto.

Rio de Janeiro, 09 de setembro de 2010.

Alexsandro Broedel Lopes

Diretor-relator

[1]Para a Diretora Norma, "o benefício do controlador decorre do próprio contrato por figurar ele nos dois lados, razão pela qual deveria abster-se de votar independentemente de o contrato ser ou não equitativo. Trata-se de negociação consigo próprio."

[2]Na análise do Recurso Voluntário nº 4236, oriundo do Processo CVM nº 04/99 (Caso "Bombril"), o relator analisou a questão do conflito de interesses de maneira incidental (pois o processo não tratava diretamente do assunto), fixando o seu entendimento de que tal conflito seria de ordem "material". Abaixo, a passagem a que me refiro:

"Este Conselho de Recursos já examinou a matéria, em janeiro de 2004, tendo prevalecido, por unanimidade, uma terceira vertente que propugna pela necessidade de reflexão, a priori, pelo acionista controlador, acerca da possibilidade de haver conflito e a verificação, a posteriori, da legalidade e das conseqüências do voto. Estando eu ausente daquela sessão, não pude, na ocasião, debater o tema e não considero apropriado fazê-lo agora. Não obstante, julgo prudente tangenciar a questão, à luz da situação de fato ora sob exame. A este respeito, deve ser considerado que compete ao acionista controlador determinar os destinos da sociedade, cabendo a este a responsabilidade no caso de omissão. Abster-se de votar é assumir o risco de permitir que os acionistas minoritários – cujo comprometimento com a sociedade é necessariamente menor – assumam a responsabilidade que é sua, de controlar a sociedade. Votar, por outro lado, é um direito que tem que ser exercido com responsabilidade, no interesse da companhia e dentro dos limites da legalidade. E a lei não foi omissa e previu os casos em que o acionista estará privado deste direito, como exemplifica o parágrafo primeiro do artigo 115 da Lei 6404, que proíbe o voto do acionista nas deliberações da Assembléia Geral relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social. Esta norma é complementada pelo parágrafo quarto, do mesmo artigo (o parágrafo segundo do artigo 156 é no mesmo sentido), que diz que a deliberação em que haja conflito é anulável (e não nula, destaco), devendo o acionista responder por perdas e danos e transferir para a Companhia as vantagens que tiver obtido. O fato da decisão ser anulável confirma que o voto do acionista que seja proferido no interesse da sociedade deve prevalecer, ainda que o acionista tenha outros interesses e mesmo que tais interesses sejam conflitantes com os da Companhia. Mais que um direito, o acionista controlador tem o dever de votar. Sempre, contudo, no interesse da companhia; mesmo que em detrimento do seu próprio interesse, naquelas situações em que haja conflito. Uma vez exercido o voto, cabe controle posterior para verificar se houve vantagem particular para o acionista controlador. Em não havendo, válido o voto; havendo, o voto é anulável e, nesta condição, caberá à sociedade, representada pelos demais sócios, julgar o interesse, a oportunidade e a conveniência de exercer o direito derivado do ato jurídico anulável. Aqui, também, há que se preservar o interesse da Companhia, sem prejuízo das eventuais medidas que possam ser tomadas individualmente, pelos acionistas minoritários, para reparação das perdas e danos a que o ato do acionista controlador possa ter dado causa. Exigir que o acionista se abstenha de votar é ir além do razoável em um estado democrático de direito, em uma sociedade organizada onde há mecanismos próprios para que cada um responda por seu atos e exija os seus direitos. É, acima de tudo, ir além da própria Lei."

[3]Modesto Carvalhosa, "Comentários à Lei de Sociedades Anônimas", 3ª edição, São Paulo: Saraiva, 2003, p. 457.

[4]Luiz Gastão Paes de Barros Leães, "Comentários à Lei das Sociedades Anônimas", São Paulo: Saraiva, 1980, p. 245.

[5]Fábio Konder Comparato, em "Controle conjunto, abuso no exercício do voto acionário e alienação indireta de controle empresarial", São Paulo: Saraiva, 1990.

[6]Modesto Carvalhosa, na obra citada, analisa a evolução no tempo das teorias atinentes ao interesse da sociedade, com foco, principalmente, nas teorias institucionalistas e contratualistas da empresa. Sobre esse assunto, não se pode deixar de citar, aqui, a clássica obra "Dalla Struttura alla funzione", de Norberto Bobbio.

[7]Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França, "Conflito de Interesses", São Paulo: Malheiros, 1993, págs. 92 a 97.

[8]Luiz Gastão Paes de Barros Leães, "Pareceres – Volume I", Singular: São Paulo, 2004, p. 181.

[9]João Pedro Barroso do Nascimento, "Conflito de Interesses no Exercício do Direito de Voto nas Sociedades Anônimas (2ª parte)", Revista de Direito Bancário e de Mercado de Capitais, São Paulo, v. 7, nº 25, julho/setembro, 2004.

[10]A negativa contida no texto, que se resume a um parágrafo, chega a se repetir, com os termos "não" e "nem". E a despeito das críticas dessa suposta leitura simplista e literal da lei, entendo que não se pode descartar a análise sintática e semântica do texto legislativo. Em outras palavras, parece-me que nenhum método de interpretação pode subverter o "não" pelo "sim".

[11]No Decreto-Lei nº 2.627, de 1940, eram previstas hipóteses para proibir o acionista de votar nas deliberações da assembléia geral relativas ao laudo de avaliação dos bens, com que concorresse para a formação do capital social, e nas decisões que viessem a beneficiá-lo de modo particular, ou, ainda, enquanto diretor, na aprovação de suas contas. Não era prevista expressamente a proibição de voto "por conflito de interesses".

No entanto, já se previa que o acionista responderia, por perdas e danos, se a deliberação fosse influenciada por voto substancialmente conflitante, a ponto de com ele formar-se a maioria necessária.

Sobre o assunto, Modesto Carvalhosa, em seus "Comentários à Lei de Sociedades Anônimas" (op. cit., p. 462), afirma que:

"a melhor doutrina sempre se insurgiu contra o voto em caso de conflito formal de interesses. Já se entendia que, positivada na operação a incompatibilidade entre o interesse do acionista e o da companhia, não poderia a mesa permitir ao acionista interessado tomar parte nas deliberações da assembléia geral".

Em sentido diametralmente oposto, Erasmo Valladão, na sua obra "Conflito de Interesses", assevera que:

"Por interesses contrários ao da sociedade, o legislador queria significar um conflito meramente formal de interesse? Não. Segundo sustentava mais autorizada doutrina da época, 'o interesse contrário é uma questão de fato, a ser, pois apreciada em cada caso', sendo 'impossível encontrar uma regra geral e rígida'."

[12]Tome-se, por exemplo, a negociação de um terreno onde haja conflito devido à participação do controlador no lado no comprador e no vendedor. Para simplificar, pode-se assumir que o único fator de discussão seja o preço (P) de um terreno – as suas outras características são de interesse do controlador e do minoritário, como localização, por exemplo. Suponha-se que o preço justo do terreno seja de \$ 100 e que para o controlador seja mais interessante aumentar esse valor (sua participação acionária é maior no vendedor do que no comprador). O que aconteceria se ele propusesse a negociação ao preço de \$ 200 à assembléia? Se o controlador não puder votar o efeito será claro: os minoritários rejeitarão a proposta devido ao efeito assimétrico dela na riqueza pessoal do controlador e dos minoritários. No entanto, o controlador, sabendo disso, proporia uma transação tão absurda? Claro que não. Ele sabe que, se assim o fizer, os minoritários rejeitarão a proposta e o controlador perderá o valor presente líquido (VPL) do investimento que poderia estar em operação na empresa. O que o controlador deve fazer?

O controlador deve buscar o preço que maximize suas chances de que a transação seja aceita pelos minoritários (pressupondo, é claro, um preço superior a \$ 100). Se isso não ocorrer, o negócio não será realizado e o controlador perderá mais que o minoritário (sua participação é maior no valor presente líquido do projeto realizado). Ou seja, a não participação do controlador no voto de aprovação do projeto é um importante instrumento de alinhamento de interesses. O controlador buscará um preço ótimo que maximize a chance de a transação ser completada, visando não perder os



benefícios do emprego do bem respectivo, neste exemplo, na atividade operacional da empresa.

[13] Djankov, S., La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A. "The Law and Economics of Self-Dealing", 88 Journal of Financial Economics, 430, 2008.

[14] Calixto Salomão Filho, "Conflito de Interesses: Oportunidade Perdida", Rio de Janeiro: Forense, 2002.

[15] Fábio Konder Comparato, em "Controle conjunto, abuso no exercício do voto acionário e alienação indireta de controle empresarial", São Paulo: Saraiva, 1990, pg. 91.

[16] Calixto Salomão Filho, op. cit., nota 36.

"Parte da doutrina classifica a hipótese do art. 115 parágrafo primeiro como conflito formal, no sentido de que não poderia o acionista concorrer para a formação da vontade expressa em deliberação assemblear relativa 'ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social e à aprovação de suas contas como administrador'. A participação do acionista em duas posições jurídicas contrapostas é razão suficiente para a suspensão do exercício de voto (...). Por outro lado, há indagação se existiria, no dispositivo legal, uma efetiva violação a acarretar a nulidade do voto per se ou se a sanção legal de anulação somente seria aplicada na presença de conflito material de interesses (...). Este questionamento serve à parte da doutrina que considera necessária a avaliação de conflito de interesses in concreto, não bastando sua mera previsão formal (...). Por fim, há terceira posição no sentido de que embora o conflito de interesses deva ser apurado caso a caso, permanece a proibição do voto 'quando se trata de uma das situações de conflito aberto de interesses, relacionadas no parágrafo 1º do art. 115', pois 'trata-se, afinal, de mera aplicação do princípio nemo iudex in causa propria', v. F.K. Comparato"

[17] Importante abrir um parêntese para explicar que o conflito, intrínseco determinadas relações, jamais poderá ser totalmente eliminado do âmbito das intenções do acionista. Porém, como dito, esse conflito poderá, por mecanismos, ser suprimido e resolvido como problema, nas manifestações e na postura do acionista perante a sociedade.

[18] Calixto Salomão Filho, op. cit.

[19] Obviamente, não se quer dizer aqui que o único conflito a que se refere parágrafo 1º do artigo 115 seja aquele entre o controlador e o minoritário. Até porque o texto legal incide para qualquer acionista que se encontre em situação de conflito.

[20] Nesse sentido, anoto lição sobre os custos de agência entre controladores e a administração: "The principal costs of a board approval requirement are just the inverse of its virtues. Independent directors may not be disinterested trustees that the law contemplates. For the most part, they are selected with the (interested) consent of top executive officers, controlling shareholders, or both. If they are unlikely to intervene to derail fair transactions, they may also be unlikely or unable to object to unfair ones, especially at the margins" "The Anatomy of Corporate Law. Second Edition", New York: Oxford, 2009, p. 162.

[21] No próprio parecer, ressalta-se ser pacífico nesta autarquia o entendimento de que o regime especial previsto no artigo 264 não afasta a aplicação das demais previsões da Lei nº 6.404/76, fazendo-se referência, no caso, aos deveres de diligência e lealdade dos administradores.

[22] "The Anatomy of Corporate Law. Second Edition", cit., p. 168.