

**REVISTA SEMESTRAL DE
DIREITO EMPRESARIAL**

Nº 7

Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho da
Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro

Rio de Janeiro
Julho / Dezembro de 2010

Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (Prof. Alexandre Ferreira de Assumpção Alves, Prof. Eduardo Henrique Raymundo Von Adamovich, Prof. João Batista Berthier Leite Soares, Prof. José Carlos Vaz e Dias, Prof. José Gabriel Assis de Almeida, Prof. Leonardo da Silva Sant'Anna, Prof. Marcelo Leonardo Tavares; Prof. Mauricio Moreira Mendonça de Menezes, Prof. Rodrigo Lychowski, Prof. Sérgio Murilo Santos Campinho e Prof. Valter Shuenquener de Araújo).

Coordenação: Sérgio Murilo Santos Campinho e Mauricio Moreira Mendonça de Menezes.

Conselho Editorial: Alexandre Ferreira de Assumpção Alves (UERJ), Arnoldo Wald (UERJ), Carmem Tibúrcio (UERJ), Fábio Ulhoa Coelho (PUC-SP), Jean E. Kalicki (Georgetown University Law School), John H. Rooney Jr. (University of Miami Law School), José Carlos Vaz e Dias (UERJ), José de Oliveira Ascensão (Universidade Clássica de Lisboa), José Gabriel Assis de Almeida (UERJ), Leonardo Greco (UERJ), Marie-Hélène Bon (Université des Sciences Sociales de Toulouse 1 e Centre de Droit des Affaires de l'Université des Sciences Sociales de Toulouse), Peter-Christian Müller-Graff (Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg), Sérgio Murilo Santos Campinho (UERJ), Theóphilo de Azeredo Santos (UNESA) e Werner Ebke (Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg).

Conselho Executivo: Carlos Martins Neto, Leonardo da Silva Sant'Anna, Mariana Pinto, Mauricio Moreira Mendonça de Menezes, Rosany Fagundes, Valter Shuenquener de Araújo e Viviane Perez.

PATROCINADORES:



ISSN 1983-5264

CIP-Brasil. Catalogação-na-fonte
Sindicato Nacional dos Editores de Livros, RJ.

Revista semestral de direito empresarial. — nº 7 (julho/dezembro 2010)

. — Rio de Janeiro: Renovar, 2007-.

v.

UERJ

Campinho Advogados

Bocater, Camargo, Costa e Silva Advogados Associados

Semestral

1. Direito — Periódicos brasileiros e estrangeiros.

94-1416.

CDU — 236(104)

PARECERES E ATUALIDADES JURISPRUDENCIAIS

Nota do Conselho Editorial: Transcreve-se abaixo o resultado do julgamento e o inteiro teor dos votos proferidos pelos membros do Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários - CVM no âmbito do processo RJ2009/13179. Trata-se de julgamento no qual foram colocados novos pontos de vista em matéria de conflito de interesses, especialmente no que diz respeito a negociação com partes relacionadas. Apesar da extensão dos votos, optou-se por transcrevê-los integralmente, dada a complexidade do tema e profundidade com que o assunto foi tratado.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS — CVM

ATA DA REUNIÃO DO COLEGIADO Nº 35 DE 09.09.2010

PARTICIPANTES:

**MARIA HELENA DOS SANTOS FERNANDES DE SANTANA
— PRESIDENTE**

ALEXSANDRO BROEDEL LOPES — DIRETOR

ELI LORIA — DIRETOR

MARCOS BARBOSA PINTO — DIRETOR

OTAVIO YAZBEK — DIRETOR

CONSULTA SOBRE O IMPEDIMENTO DE VOTO DO ACIONISTA CONTROLADOR NA ASSEMBLEIA QUE DELIBERAR SOBRE TRANSAÇÃO COM PARTE RELACIONADA À COMPANHIA — TRACTEBEL ENERGIA S.A. — PROC. RJ2009/13179

Reg. nº 7190/10

Relator: DAB

Trata-se de consulta formulada por Tractebel Energia S.A. (“Companhia”) para confirmar o entendimento de que a acionista controladora da Companhia não estaria impedida, nos termos do § 1º

do art. 115 da Lei nº 6.404/76, de exercer o direito de voto na assembleia que deliberar sobre a celebração de transação com a Companhia, cujos termos tenham sido negociados, no âmbito desta, por comitê especial independente criado nos mesmos moldes daqueles sugeridos pelo Parecer de Orientação nº 35, de 2008. Nos termos da Consulta, o comitê seria criado pelo Conselho de Administração, sendo composto exclusivamente por administradores da Companhia, em sua maioria independentes, incluindo membros do Conselho e da Diretoria, assegurada a participação de pessoas com especialização e conhecimento operacional do setor elétrico. Teria amplos poderes para analisar e negociar a transação, inclusive a sua estrutura jurídica, competindo-lhe, ao final, submeter as suas recomendações ao Conselho de Administração. Em vista disso, a Companhia solicita que se reconheça que, nessas condições, o acionista controlador não estaria incurso em situação de conflito de interesses, que o impedisse de votar, na medida em que a negociação da operação pelo comitê independente já asseguraria que suas condições teriam sido estabelecidas nas melhores condições para a Companhia.

Os Diretores Marcos Pinto e Otavio Yazbek, além da Presidente Maria Helena Santana, apresentaram voto acompanhando as conclusões do Diretor Relator Alessandro Broedel. Dessa forma, o Colegiado deliberou, por maioria, responder à consulta formulada nos seguintes termos:

i. Por força do disposto no § 1º do art. 115 da Lei nº 6.404/76, a acionista controladora da Tractebel Energia S.A. estaria impedida de exercer o direito de voto na assembleia que deliberar sobre a celebração de contrato bilateral em que ela, ou sociedade por ele controlada, figure como contraparte;

ii. Nessa hipótese, mesmo com a criação de comitê especial independente, constituído nos termos descritos na Consulta, o acionista controlador da Tractebel Energia S.A. estaria impedida de exercer o direito de voto, em virtude do disposto no § 1º do art. 115 da Lei nº 6.404/76.

Restou vencido o Diretor Eli Loria, que, em seu voto, sustentou que, nos termos do § 1º do art. 115 da Lei nº 6.404/76, a acionista

controladora da Tractebel Energia S.A. não estaria impedida de votar na assembleia que deliberar sobre a celebração de contrato bilateral em que ela, ou sociedade por ela controlada, figure como contraparte, uma vez que o conflito de interesses só pode ser verificado posteriormente à realização da assembleia, ante a prova do prejuízo ocasionado à companhia. O Diretor destacou, ainda, a responsabilidade dos administradores na operação e ressaltou que o acionista controlador pode votar desde que se atenha aos deveres do art. 115, caput, e do art. 116, parágrafo único, cabendo ser verificado se o preço está fixado em condições idênticas àsquelas que a sociedade contrataria com parte não relacionada.

PROCESSO ADMINISTRATIVO nº RJ 2009-13179

(Reg. nº 7190/2010)

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 inde-

pendentes 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 esta-

ria 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 contra-

posição à análise dos interesses da companhia. Não era necessário, da mesma forma, verificar se o contrato era negociado a preços equitativos, ou seja, sem que houvesse favorecimento indevido para qualquer uma das partes¹.

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,

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.”

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”)² que, por maioria, deliberou ne-

2 Na análise do Recurso Voluntário nº 4236, oriundo do Processo CVM nº 04/99 (Caso “Bombri”), 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 consequências 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

gar 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

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, destaque), 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”.

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 con-

trário, 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 Canada 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 lucro³.

O que, porém, singulariza a sociedade é que, como contrato plurilateral, conquanto motivadas por interesses conflitantes, as partes ten-

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

dem juntas a um escopo comum. (...) A esse interesse comum dos sócios, dá-se o nome de interesse social⁴.

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 instituto⁵.

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.

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.

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 Valladão⁷, 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 contro-

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

ladoras 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,

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.

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 hipótese¹¹.

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

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.

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’.”

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 natural¹².

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 pri-

12 Tome-se, por exemplo, a negociação de um terreno onde haja conflito devido à participação do controlador no lado do comprador e do 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 assembleia? 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.

vada. Não vejo comprovação empírica deste argumento, nem embaçamento 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.

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.

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 apresente, 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, proíbe 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.

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

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 pensamento¹⁶.

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 ci-

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".

tado, 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 companhia¹⁷.

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

17 Importante abrir um parêntese para explicar que o conflito, intrínseco determinadas relações, jamais poderá ser totalmente eliminado do âmago 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.

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 conflitantes¹⁸.

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 minoritário¹⁹. 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 controlador²⁰.

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,

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.

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 análise²¹.

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.

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.

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

PROCESSO ADMINISTRATIVO Nº RJ 2009-13179

(Reg. nº 7190/2010)

Voto da Presidente Maria Helena Santana

A consulta da Companhia está formulada em termos extremamente amplos, recobrando várias hipóteses que não necessariamente recebem o mesmo tratamento à luz das disposições da Lei nº 6.404/76. De fato, a Companhia solicita “a revisão do entendimento manifestado no Ofício/CVM/SEP/GEA-3/Nº101/10, de modo a que sejam excluídas do impedimento à votação do acionista controlador ao menos as transações com partes relacionadas que tenham sido negociadas por meio do comitê especial independente criado nos moldes do Parecer CVM nº 35, qualquer que seja forma escolhida pela transação”. E solicita que se reconheça que, “nessas condições, o acionista controlador não estaria incurso em situação de conflito de interesse material, que o impedisse de votar, na medida em que a negociação da transação pelo Comitê Independente já asseguraria que suas condições teriam sido estabelecidas ‘em benefício de todos os acionistas e não apenas do controlador’”.

Veja-se, pelos termos da consulta, que não haveria uma única resposta para todos os casos ali referidos. A definição contábil de transação entre partes relacionadas — que serve de referência para a consulta — é sabidamente abrangente e alcança qualquer operação (de natureza contratual ou societária) envolvendo sociedades controladoras, controladas, sob controle comum, administradores, familiares etc. Mesmo partindo do pressuposto (subentendido na consulta) de que tal operação seja daquelas que, por disposição legal ou estatutária, devam ser submetidas à assembleia geral de acionistas, não

haveria uma solução única para a questão do impedimento de voto do acionista controlador, pois a Lei nº 6.404/76 traz regramento específico para determinadas operações, como, por exemplo, o disposto no art. 264 para as incorporações, cisões e fusões entre sociedades controladoras e controladas, ou sob controle comum.

Em vista disso, entendo que a consulta também deveria ser respondida em termos gerais, com a simples anotação dos dispositivos legais que podem ser pertinentes, já que qualquer exame mais aprofundado dependeria do conhecimento dos detalhes da transação entre partes relacionadas em que se cogita o impedimento de voto do acionista controlador, os quais, todavia, não foram fornecidos na consulta.

Não obstante, para não frustrar a consulente, pois imagino que seu objetivo seja obter da CVM uma orientação quanto à aplicação do disposto no § 1º do art. 115 em casos análogos àquele que motivou o Ofício/CVM/SEP/GEA-3/Nº101/10, passo a fazer algumas considerações sobre o impedimento de voto do acionista controlador na deliberação assemblear destinada a aprovar a celebração de contrato bilateral em que o próprio acionista, ou sociedade por ele controlada, figura como contraparte.

A questão, como se sabe, é das mais controvertidas tanto na doutrina como na jurisprudência desta Autarquia, tendo o Colegiado, em oportunidades diversas, adotado posições divergentes sobre o tema. Em breve síntese, a discussão se dá a respeito de dois aspectos da interpretação do disposto no § 1º do art. 115. Primeiro, embora prepondere na CVM o entendimento de que, no caso de deliberação que possa beneficiar o acionista ‘de modo particular’, o conflito deve ser examinado antes da deliberação, bastando, para sua configuração, a identificação do benefício particular a ser revertido em favor do acionista, há controvérsia quanto à extensão dessa hipótese. Discute-se, a propósito, se ela se restringe ao benefício particular recebido pelo acionista, na sua qualidade de acionista, que rompe a igualdade entre os sócios, ou se abrange qualquer benefício a ser concedido por conta da deliberação, ao acionista, que não seja extensível aos demais.

Nesse ponto, parece-me mais acertada a segunda posição, pelas mesmas razões que foram manifestadas pelo Ex-Presidente Marcelo Trindade em seu voto no julgamento do Inquérito Administrativo RJ2001/4977. Com efeito, sob pena de se adotar uma interpretação vazia de utilidade prática e em descompasso com a atual realidade das companhias abertas, entendo que o acionista está impedido de votar toda vez que da deliberação possa resultar a seu favor um benefício particular, ou seja, que não seja extensível aos demais acionistas. Daí decorre, como consequência inevitável, que o acionista controlador está (previamente) impedido de votar na deliberação de assembleia destinada a aprovar a celebração de contrato bilateral em que figura como contraparte, pois a contraprestação a ser recebida por força do contrato constitui um benefício particular, que, não há dúvida, não é compartilhado com os demais acionistas.

Mas, ainda que se entenda que a contraprestação resultante de contrato bilateral não traduz, nos termos da lei, um 'benefício particular' em favor do acionista — o que só admito porque me parece importante apreciar outros aspectos interessantes da consulta — entendo que, na hipótese discutida, o acionista controlador estaria de todo modo impedido de votar. A razão para tanto refere-se, agora, ao segundo aspecto debatido quanto à interpretação do disposto no § 1º do art. 115: o impedimento de voto em caso de conflito de interesses.

Nesse ponto, a controvérsia diz respeito ao que seja 'interesse conflitante com o da companhia' e a discussão está polarizada em torno de duas posições: de um lado, os defensores do chamado conflito formal, e, de outro lado, os que crêem que o conflito é substancial. Em última análise, a questão está em saber se é caso de impedimento de voto que se verifica antes da deliberação, quando o acionista nela tiver um interesse conflitante com o dos demais acionistas, por ser particular a ele, ou de modalidade ilícita de exercício do direito de voto, cujo exame só pode ser feito posteriormente à deliberação, já que só se configura quando o acionista tiver, por força de interesse irreconciliável com o da companhia, ocasionado prejuízos a ela.

Essa última posição parece-me, contudo, pouco convincente, por duas razões, pelo menos. Em primeiro lugar, ao exigir para sua configuração a verificação do prejuízo à companhia, ela faz do conflito de interesses um conceito jurídico ocioso, dispensável frente à proibição geral ao abuso de direito de voto, prevista no *caput* do art. 115. Com efeito, se o voto exercido com o fim de causar dano à companhia já é sancionado pela lei em razão do seu caráter abusivo, seria totalmente supérflua a previsão, no § 1º desse dispositivo, de um conflito de interesses que, do mesmo modo, só se configuraria quando identificado o prejuízo ao interesse social. Se assim fosse, a lei teria consagrado unicamente a proibição do abuso de direito de voto. Por essa razão, uma tal interpretação, que atribui ao legislador palavras inúteis, me parece pouco coerente.

A outra fragilidade da visão vinculada ao chamado conflito substancial diz respeito à incongruência que introduz na interpretação do disposto no § 1º do art. 115. Isto porque, ao se adotar essa posição, seria necessário admitir a heterogeneidade do comando contido nesse preceito legal, que teria, por assim dizer, enunciado sucessivamente três hipóteses de proibição de voto — laudo de avaliação dos bens com que concorrer o acionista para a formação do capital social, aprovação das contas do acionista como administrador, qualquer outra que possa beneficiar o acionista de modo particular — para, ao final, introduzir regra de natureza totalmente diversa, pela qual não mais se impediria o acionista de votar, mas, ao contrário, estaria estabelecida a sanção posterior ao voto exercido em contradição com o interesse da companhia.

Mais do que a incongruência textual, o que me incomoda na tese do conflito substancial é a incoerência que daí resultaria, pois, a se admitir tal orientação, deve-se admitir também que o legislador teria proibido o acionista de votar na deliberação que aprovar o laudo de avaliação dos bens com que concorrer para a formação do capital social e, ao mesmo tempo, autorizado o seu voto, por exemplo, na deliberação que aprovar contrato celebrado entre ele e a companhia, porque, nesse caso, teria entendido que o conflito só poderia ser pas-

sível de verificação posterior. Para mim, é flagrante a analogia entre os casos, pois, tanto em um como no outro, o fato de o acionista ser a contraparte da companhia legítima que se questione a sua isenção para avaliar, à luz do interesse comum dos acionistas, se a transação, ao preço e nos demais termos submetidos à assembleia, deve ser aprovada. Desse modo, se a lei proibiu, de maneira inquestionável, o acionista de votar deliberação que aprovar o laudo de avaliação dos bens, parece-me necessário concluir da mesma maneira que ele não pode votar na deliberação que aprovar contrato celebrado entre ele e a companhia.

É por essa razão, inclusive, que me parece pouco expressivo o argumento de que a lei não teve a intenção de proibir o acionista em conflito de exercer o direito de voto, uma vez que esse acionista poderia votar no interesse de companhia. Afinal, se assim fosse, o legislador não teria proibido o acionista de votar na deliberação que aprovar o laudo de avaliação de seus bens, porque é evidente que nesses casos também é possível que, não obstante os incentivos contrários, o acionista vote no interesse da companhia.

Enfim, por todo o exposto, fica claro que, na minha opinião, o art. 115, § 1º, ao determinar que o acionista fica impedido de votar nas deliberações em que tiver interesse conflitante com o da companhia, estabeleceu verdadeira hipótese de impedimento de voto, que pode ser controlada antes da deliberação, se houver evidência de que está em jogo algum interesse particular do acionista, que não é comum aos demais. O conflito se configura a partir da identificação desse interesse particular, independentemente da comprovação de prejuízo à companhia.

No entanto, parece-me que esse preceito legal deve ser aplicado com prudência, sob pena de se verificar, a pretexto de se coibir os conflitos de interesses, um excessivo cerceamento ao exercício do direito de voto pela mesa diretora dos trabalhos da assembleia. Acredito que só se deva impedir o acionista de exercer o voto com base nesse fundamento, quando, no caso concreto, verificar-se, de maneira evidente, o interesse particular em jogo na deliberação. A propósi-

to, parece-me acertada a opinião do Professor Fábio Konder Comparato: “(...) para que haja impedimento do voto é mister que o conflito de interesses transpareça *a priori* da própria estrutura da relação ou negócio sobre que se vai deliberar, como, por exemplo, um contrato bilateral entre a companhia e o acionista.”¹

Há casos, porém, em que o conflito não é tão facilmente identificável. Nesse caso, ainda que a mesa não deva impedir o acionista de votar, a proibição de voto continua a valer. Afinal, o principal destinatário da norma é o próprio acionista, que deve, portanto, verificar se está impedido ou não de votar. Da mesma forma, caso o conflito só seja detectado após a realização da deliberação, nada impede que o voto do acionista seja impugnado.² Em todo caso, cabe ressaltar que, a meu ver, o conflito de interesses se configura independentemente da comprovação de prejuízo à companhia, pelas razões já expostas.

Entendo, portanto, do mesmo modo que o Diretor Relator, que a deliberação assemblear destinada a aprovar a celebração de contrato bilateral em que o próprio acionista da companhia figura como parte traduz, por excelência, hipótese clara de conflito de interesses, porque o interesse conflitante resulta da própria estrutura bilateral da transação a ser aprovada. Sendo assim, em minha opinião, o acionista deve abster-se de votar.

Nesse ponto, creio ser importante mencionar o argumento por alguns levantado de que a adoção de um exame do conflito de interesses do acionista controlador que independa da apuração do caráter prejudicial do voto exercido levaria a consequências inaceitáveis, pois subverteria o princípio majoritário que rege ordinariamente as

1 *Controle conjunto, abuso no exercício do voto acionário e alienação indireta de controle empresarial*, in *Direito Empresarial. Estudos e Pareceres*, São Paulo: Saraiva, 1990, p. 91.

2 O mesmo autor afirma nessa direção: “Não transparecendo preliminarmente o conflito de interesses, nem por isso deixa de valer a proibição de voto, a qual continua a se dirigir ao votante, e que pode, em qualquer hipótese, ser invocada por outros acionistas presentes à assembléia” (*loc. cit.*).

sociedades anônimas. Contra esse argumento, não tenho como deixar de ressaltar que a proibição do voto em caso de conflito de interesses procura, a bem da verdade, proteger a regra da maioria. Sem dúvida, em situações normais, o acionista controlador está em condição para decidir o que é o melhor para a companhia, inclusive em função dos deveres fiduciários que lhe são atribuídos pela lei. No entanto, nos casos de conflito, justamente em razão dos incentivos que tem para exercer o voto em favor de outros interesses que aqueles da companhia, isso deixa de ser verdade e a regra da maioria já não funciona corretamente, ou melhor, só pode funcionar corretamente se essa maioria não for formada pela vontade do acionista controlador. Afinal, a legitimidade da assembleia para deliberar sobre os assuntos de interesse da companhia parte do pressuposto de que a maioria é capaz de expressar o que é melhor para a companhia, o que, evidentemente, nos casos de conflito, só pode ser atingido caso o acionista interessado esteja impedido de votar.

Ademais, entendo que, em vista dos interesses em jogo, é mais proporcional conceder aos acionistas minoritários um direito de veto sobre uma transação a ser celebrada entre a companhia e o controlador do que permitir que este concentre em suas mãos o poder de tomar esta decisão por si mesmo, enquanto contraparte no contrato, e pela companhia. Com efeito, nas situações em que o conflito é evidente, em que o acionista controlador é chamado a defender, na celebração do negócio, tanto os seus interesses como os da companhia, me parece que o impedimento de voto oferece uma solução equilibrada, que tem por efeito prático conferir aos minoritários um direito de veto sobre a transação, colocando-os em posição mais paritária em relação ao acionista controlador que, por ser parte contratante, também pode desistir de fazer o negócio, se não estiver de outro modo convencido. De mais a mais, não se pode perder de vista que, no dia a dia das companhias, a grande maioria das transações entre partes relacionadas não é submetida à assembleia, sendo aprovadas exclusivamente no âmbito dos órgãos de administração. Dessa maneira, o que está realmente em jogo quando da aplicação do § 1º do

art. 115 são os poucos casos em que, em razão da sua importância, a lei ou o estatuto determina a submissão da transação à assembleia. Ora, é justamente nesses casos que, repito, justificam por sua importância a intervenção da assembleia, que parece fundamental assegurar a formação de uma vontade coletiva alinhada com os interesses da companhia, sem estar contaminada com os interesses particulares do acionista controlador. Assim, parece-me que a solução mais proporcional, e condizente com a legislação em vigor, consiste em proibir o exercício do direito de voto pelo controlador, conferindo-se tanto a este (que pode impedir a celebração do negócio por ser parte contratante) como aos minoritários um poder de veto.

Feitas estas considerações sobre o alcance da regra do § 1º do art. 115 da Lei 6.404/76, pretendo ainda analisar uma última questão suscitada pela consulta. Creio ser preciso responder se, não obstante a incidência do referido dispositivo, o acionista controlador poderia votar na deliberação que decidir sobre o contrato entre ele e a companhia, caso a transação tenha sido negociada por meio do comitê especial independente criado nos mesmos moldes daquele sugerido pelo Parecer CVM nº 35.

Nesse ponto, concordo também com o Diretor Relator de que a resposta é negativa. Uma vez esclarecido, como visto, que essa deliberação beneficia o acionista de modo particular, em razão da vantagem consubstanciada na contraprestação, e ainda que ele tem interesse conflitante com o da companhia, em virtude de ser sua contraparte na transação, não consigo aceitar que a atuação do comitê independente possa afastar a incidência das hipóteses legais de impedimento de voto. Com efeito, mesmo admitindo-se que a atuação do comitê tenha assegurado condições comutativas à transação — o que, penso, só poderia ser atestado em cada caso concreto — o benefício particular e o interesse conflitante ainda estariam presentes, ante o fato de que o acionista controlador é a contraparte da companhia na transação.

Apesar disso, parece-me importante enaltecer a iniciativa da companhia no sentido de criar um comitê especial independente, nos

moldes do recomendado pelo Parecer CVM nº 35, para atuar na negociação de transações com partes relacionadas. Embora, como dito, não afaste a incidência do disposto no § 1º do art. 115 da Lei 6.404/76, vejo que esse mecanismo tem, pelo menos, duas conseqüências positivas. Primeiro, constitui uma boa prática de governança a ser adotada pelos administradores da companhia para o cumprimento de seus deveres legais. De fato, a negociação dos termos da transação pelo comitê pode contribuir verdadeiramente para os administradores se desincumbirem, nos termos do art. 245 da Lei, do dever de zelar para que a operação siga condições estritamente comutativas.

A segunda conseqüência positiva é que a atuação do comitê independente pode se revelar muito importante, na prática, para convencer os acionistas minoritários do efeito benéfico da transação para a companhia. Na verdade, quanto mais efetivos parecerem o mecanismo de negociação e a independência dos membros do comitê, mais viável tende a ser a aprovação da operação pelos minoritários.

Rio de Janeiro, 9 de setembro de 2010.

Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana

Proc. RJ2009/13179

Voto do Diretor Marcos Pinto

1. Introdução

1. O presente caso envolve dois dos mais importantes problemas práticos do direito societário brasileiro: conflito de interesses no exercício do direito de voto e aplicação dos deveres fiduciários dos administradores em negócios com partes relacionadas. Não é só. Este caso exige que se discorra sobre as intrincadas relações entre esses dois assuntos, que já são suficientemente complexos quando analisados isoladamente.

2. A Tractebel Energia S.A. (“Tractebel”) adquiriu recentemente o controle da Suez Energia Renovável S.A. (“SER”), que antes pertencia à sua controladora, a GDF Suez Energy Latin America Participações Ltda. (“GDF Suez”). Por força do disposto no art. 256, II, “b”, da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, essa aquisição será em breve submetida à ratificação pela assembléia geral da Tractebel.

3. Descontente com a operação acima, um acionista minoritário da Tractebel questionou a superintendência de relações com empresas da CVM (“SEP”) sobre as medidas que deveriam ser tomadas para assegurar a comutatividade da operação. A SEP respondeu que a GDF Suez não poderia votar na referida assembléia, à luz do disposto no §1º do art. 115 da Lei nº 6.404, de 1976, que impede o acionista de exercer seu direito de voto quando a deliberação puder beneficiá-lo de modo particular.

4. A Tractebel e a GDF Suez acataram o entendimento da SEP e informaram à CVM que a última não votará na referida assembléia.

A Tractebel nos informa, porém, que pretende realizar outras operações semelhantes com a GDF Suez no futuro e nos consulta sobre a possibilidade de adotar um procedimento de legitimação alternativo nessas próximas operações.

5. O procedimento alternativo proposto pela Tractebel é bastante conhecido desta autarquia. Inspirada no Parecer de Orientação CVM nº 35, de 1º de setembro de 2008 (“Parecer 35”), a Tractebel pretende criar um comitê especial, composto em sua maioria por membros independentes, para negociar os termos e condições das próximas operações que realizar com a GDF Suez, sobretudo o preço de compra de outras subsidiárias como a SER.

6. A consulta apresentada pela companhia versa sobre os efeitos da adoção desse procedimento alternativo. A Tractebel nos sugere que, uma vez adotadas as recomendações do Parecer 35, com cumprimento exemplar dos deveres fiduciários pelos administradores da companhia, não haveria mais razão, prática ou jurídica, para que a GDF estivesse impedida de votar na assembléia que vier a deliberar sobre o contrato.

7. A solução dessa consulta exige análise prévia de duas questões. Primeira: O acionista está realmente impedido de votar na assembléia que delibera sobre um contrato que pretende celebrar com a companhia?¹ Segunda: A correta observância dos deveres fiduciários pelos administradores da companhia, com adoção das recomendações do Parecer 35, afasta eventual impedimento de voto do acionista controlador?

1 Propositamente, não utilizo neste voto a tradicional dicotomia entre conflito de interesses formal e substancial, pois acho que ela obscurece a questão ao invés de facilitar sua solução. Não tenho dúvida de que a verificação do conflito de interesses deve ser feita caso a caso e, nesse sentido muito restrito, o conflito de interesses previsto na lei é substancial. Mas isso não responde a questão realmente importante, que consiste em saber se a análise do conflito de interesses deve ser feita antes do exercício do direito de voto pelo acionista ou somente após o voto, caso a decisão tenha provocado prejuízo à companhia. Esse esclarecimento é necessário porque já se argumentou que a tese do controle prévio do conflito de interesses pode criar embaraços em situações relativamente comuns na vida societária, como a candidatura de um acionista para um posto na administração. Esse argumento perde a relevância, no entanto, quando se reconhece que o conflito deve ser apreciado em cada situação prática, mesmo que essa apreciação seja feita antes do exercício do direito de voto pelo acionista.

8. Antes de responder essas questões, farei uma breve análise da evolução da jurisprudência da CVM sobre impedimento de voto. Na seqüência, analisarei o problema do impedimento de voto à luz do direito vigente, da eficiência econômica e de alguns princípios gerais de direito. Só então discorrerei sobre os deveres fiduciários dos administradores, o Parecer 35 e sua relação com a questão do impedimento de voto.

2. Evolução Jurisprudencial

1. O §1º do art. 115 da Lei nº 6.404, de 1976, diz que “o acionista não poderá votar na deliberações (...) que puderem beneficiá-lo de modo particular, ou em que tiver interesse conflitante com o da companhia”. Com base nesse dispositivo, a CVM entendeu, inicialmente, que o acionista estava impedido de votar nas assembléias que deliberassem sobre contrato entre ele e a companhia, pois haveria aí um conflito de interesses.²

2. Esse entendimento foi adotado expressamente pelo colegiado da CVM no Processo CVM RJ TA 2001/4977, julgado em 19 de dezembro de 2001 (“Caso TIM”). Nesse processo, a CVM avaliou se a Tele Celular Sul Participações S/A (“TCS”) estava impedida ou não de votar na assembléia geral da CTMR Celular S/A que deliberou sobre a celebração de um contrato de uso de marca TIM com sua controladora, a Telecom Italia Mobile. Por maioria, o colegiado da CVM decidiu que a TCS estava impedida de votar, por conflito de interesses.

3. Já nesse processo, todavia, começou a ganhar corpo, dentro da CVM, um entendimento diverso, apoiado por parte da doutrina.³ Em voto dissidente no referido processo, o Diretor Luiz Antonio Cam-

2 A procuradoria jurídica da CVM se manifestou nesse sentido por meio do Parecer/CVM/PJU/Nº010/00, de 23 de outubro de 2000.

3 E.g. L. G. P. B. Leães. Conflito de Interesses e Vedação de Voto nas Assembléias das Sociedades Anônimas. *Revista de Direito Mercantil, Industrial Econômico e Financeiro*, 92 (1993); E. Valladão. *Conflito de Interesses nas Assembléias de S.A.* São Paulo: 1993.

pos defendeu que o acionista controlador não está, verdadeiramente, impedido de votar na assembléia que delibera sobre um contrato a ser celebrado entre ele e a companhia. Na visão do diretor, essa não é uma questão que possa ser decidida *a priori*, antes do voto do acionista.

4. Segundo o Diretor Luiz Antonio Campos, só há conflito de interesses quando o acionista efetivamente vota em benefício próprio, em detrimento da companhia. Como um contrato entre a companhia e o acionista pode ser benéfico para ambas as partes, não se pode afastar, de antemão, a hipótese de que o voto proferido pelo acionista venha a ser vantajoso para a companhia. Logo, deve-se permitir que o acionista vote, apurando-se posteriormente se a companhia foi ou não prejudicada.

5. Esse entendimento, inicialmente minoritário, passou a ser majoritário na CVM a partir do julgamento do Processo CVM RJ TA 2002/1153, em 6 de novembro de 2002 (“Caso Previ”). Nesse julgamento, o colegiado da CVM absolveu a Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (“Previ”), que havia votado a favor de um contrato a ser celebrado entre a Tele Norte Leste Participações S.A. e sua controladora, empresa da qual a Previ também era sócia.

6. Depois desse caso, a CVM passou a entender que o acionista não estava impedido de votar em assembléia que deliberasse sobre contrato celebrado entre ele e a companhia. Esse entendimento foi mantido pela autarquia mesmo depois que o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (“CRSFN”) reverteu a decisão do colegiado da CVM, em janeiro de 2004.

7. Dois anos depois, porém, teve início uma mudança gradual e significativa na orientação da CVM. Em 18 de agosto de 2006, foi editado o Parecer de Orientação CVM nº 34 (“Parecer 34”), segundo o qual o acionista controlador está impedido de votar nas operações de incorporação de controladas que prevejam relações de substituição distintas para acionistas controladores e minoritários ou para diferentes espécies de ações.

8. Embora o Parecer 34 trate de uma situação bastante específica — incorporação de controladas com relações de troca desiguais — ele teve um efeito bem mais amplo. É que o parecer utilizou outro fundamento para sustentar o impedimento de voto: nas hipóteses tratadas no Parecer 34, o acionista está impedido de votar porque a decisão o beneficia de modo particular e não — ou não somente — porque ele tem um interesse conflitante com o da companhia.

9. Essa posição já havia sido defendida pelo então Diretor Marcelo Trindade em seu voto no Caso TIM. Segundo Trindade, mesmo deixando de lado a discussão sobre o conflito de interesses, é claro que os contratos entre a companhia e o acionista geram um benefício particular para este. Portanto, o acionista está impedido de votar nessas situações, conforme prevê o §1º do art. 115 da Lei nº 6.404, de 1976.

10. Mais recentemente, em 28 de julho de 2009, o colegiado da CVM proferiu decisão reforçando o raciocínio subjacente ao Parecer 34. Refiro-me ao Processo RJ 2009-5811, que tratou da incorporação da Duratex S.A. pela Satipel Industrial S.A. (“Caso Duratex”). Nesse caso, o colegiado decidiu que o impedimento de voto por benefício particular também se aplicava a situações em que relações de troca distintas haviam sido fixadas com base no percentual de 80% previsto no art. 254-A da Lei nº 6.404, de 1976.

11. Por fim, já em 2010, a SEP expediu ofício informando à Tractebel que a GDF Suez está impedida de votar na assembléia geral que vier a deliberar sobre a compra da SER pela companhia. Com esse ofício, a CVM retornou, 10 anos depois e com fundamentos diversos, à posição acolhida pelo colegiado no Caso TIM, de que o acionista que contrata com a companhia não pode exercer seu direito de voto na assembléia que deliberar sobre o contrato.

3. Interpretação da Lei

1. A meu ver, a SEP está coberta de razão. Durante muito tempo, entendeu-se que a hipótese de impedimento de voto por benefí-

cio particular, prevista no art. 115, §1º, aplicar-se-ia apenas às vantagens concedidas aos acionistas enquanto sócios da companhia. Todavia, conforme ressaltei no Caso Duratex, essa posição não encontra amparo na Lei nº 6.404, de 1976.

2. Quando a lei impede o acionista de votar em situações “que puderem beneficiá-lo de modo particular”, sua hipótese de incidência não se restringe às vantagens recebidas pelo acionista enquanto sócio. Seu campo de aplicação é muito mais amplo, alcançando qualquer vantagem de que goze apenas um acionista. Um contrato entre o acionista e a companhia faz justamente isso: ele beneficia o acionista contratante de modo singular.

3. Vou mais longe. Na minha opinião, mesmo que a celebração de contrato com a companhia não pudesse ser considerada como um benefício particular, ainda assim o acionista estaria impedido de votar, pois, nessa situação, ele tem um interesse claramente conflitante com o da companhia.⁴ Não posso concordar com a tese de que não há conflito de interesses e, portanto, impedimento prévio de voto por parte do acionista em vias de deliberar sobre um contrato entre ele e a companhia.

4. Não posso concordar com essa tese porque ela é incompatível com o texto da lei. O §1º do art. 115 não diz que, nas situações de conflito de interesses, o acionista deve votar no interesse da companhia; ele diz que, nessas situações, “o acionista não poderá votar”. Pessoalmente, não vejo como sustentar que o acionista pode votar quando a lei diz expressamente que ele não pode. Toda interpretação encontra um limite; e eu não consigo ir além desse.

4 Nesse sentido, F. K. Comparato. Controle Conjunto, Abuso no Exercício do Voto Acionário e Alienação Indireta de Controle Empresarial. *Direito Empresarial: Estudos e Pareceres*. São Paulo: 1990. A posição que defendo nesse voto segue, em linhas gerais, a posição de Comparato, que defende que a verificação do conflito de interesses deve ser feita caso a caso, mas gera impedimento de voto sempre que o conflito puder ser identificado de antemão, como no caso de celebração de contrato bilateral entre a companhia e o controlador.

5. Como vimos acima, o principal argumento dos que defendem a tese contrária é que um contrato entre a companhia e o acionista não gera, necessariamente, um conflito de interesses, pois ele pode ser benéfico para ambas as partes. Para que o acionista estivesse impedido de votar, os interesses em questão deveriam ser irreconciliáveis, ou seja, deveria ser impossível atender o interesse do acionista sem sacrificar o interesse da companhia.

6. A conseqüência prática dessa visão é clara: a regra da lei que proíbe o acionista de votar em situações de conflito de interesse se torna letra morta, pois são raríssimas as situações em que os interesses do acionista não podem ser conciliados com o interesse da companhia. Na prática, tudo depende de características específicas do objeto da deliberação, como o preço, numa compra e venda, ou a repartição de direitos políticos e econômicos, na formação de uma sociedade.

7. “Mas esse é justamente o ponto”, diriam os partidários da tese que estou combatendo. Para verificar se há ou não conflito de interesses, dizem eles, devemos analisar o mérito da deliberação; só então poderemos saber se, na prática, ela realmente concilia os interesses do acionista e da companhia. Como isso não pode ser feito antes da deliberação, não se pode impedir o acionista de votar; deve-se, portanto, permitir que o voto seja proferido e verificar, depois, se ele causou ou não prejuízo à companhia.

8. O que me leva a perguntar: Qual é então a função da proibição de voto em casos de conflito de interesse? Por que a lei se importou em dizer que o acionista “não pode votar” se não existem situações práticas em que essa proibição se aplica? Mais ainda: Qual a diferença entre o impedimento de voto, previsto no §1º do art. 115, e o abuso de direito de voto, previsto no *caput* do mesmo artigo?

9. Esse último ponto merece destaque. O *caput* do art. 115 diz expressamente que “o acionista deve votar no interesse da companhia”; caso não o faça, seu voto será considerado abusivo. Se o conflito de interesses só pudesse ser apurado depois da deliberação, o

§1º do art. 115 não faria sentido algum; ele nada acrescentaria ao *caput* do artigo. Esse não foi, obviamente, o propósito da lei, que se propôs a tratar de maneira distinta as duas situações, o abuso de voto e o conflito de interesses, como denota o próprio título do artigo em questão.

10. A meu ver, a tese do controle *a posteriori* das hipóteses de conflito deturpa o sentido da expressão “conflito de interesses”, privando-a de qualquer significado. Quando se diz que “alguém está numa situação de conflito de interesses”, ou “tem um interesse conflitante”, queremos ressaltar o fato de que essa pessoa não está na melhor posição para tomar uma decisão de maneira imparcial ou em benefício das pessoas que representa, pois tem outros interesses em jogo. E isso pressupõe, obviamente, que o “conflito de interesses” de que se fala pode ser identificado antes da decisão.

11. Tanto é assim que, quando alguém está em uma situação de conflito de interesses e, apesar disso, toma uma decisão que beneficia o grupo que representa, não passamos a agir como se o conflito nunca tivesse existido. Ao contrário, reconhecemos o conflito e dizemos que, *apesar dele*, o agente decidiu adequadamente. Portanto, afirmar que o conflito de interesses só pode ser verificado *a posteriori* não é sequer compatível com o significado dessa expressão.

12. Essa constatação é reforçada pelos próprios exemplos de conflito de interesses elencados no §1º do art. 115: “deliberações relativas ao laudo de avaliação de bens com que [o acionista] concorrer para a formação do capital social e aprovação de suas contas como administrador”. É claro — e ninguém o nega — que essas situações podem ser identificadas previamente e geram impedimento de voto.

13. Além disso, os interesses em questão não são irreconciliáveis. Se os administradores apresentarem suas contas fielmente, tanto a companhia quanto os administradores têm interesse em aprová-las. O mesmo pode ser dito acerca do laudo de avaliação dos bens que um acionista pretende transferir para a companhia. Não é necessário sacrificar o interesse da sociedade para atender ao interesse do acio-

nista; se a avaliação for correta, ambos serão beneficiados. E — repita-se — ninguém nega que essas são hipóteses de impedimento de voto.⁵

14. Em defesa da tese de que o conflito de interesses só pode ser apreciado depois do voto, cita-se normalmente o §4º do art. 115, segundo o qual a “decisão tomada em decorrência do voto de acionista que tem interesse conflitante com o da companhia é anulável”. Se estivéssemos diante de uma hipótese de impedimento de voto — argumenta-se — a decisão assemblear deveria ser considerada nula e não meramente anulável.

15. Esse argumento tem duas falhas. A primeira e mais singela é que o argumento prova demais, pois o §4º do art. 115 se aplica também às hipóteses de conflito de interesses expressamente identificadas pela lei: laudo de avaliação e contas do administrador⁶. Se a anu-

5 A tentativa de harmonizar o impedimento prévio de voto nessas duas situações com a tese da verificação posterior do conflito de interesses passa por uma interpretação peculiar do §1º do art. 115. Lê-se o dispositivo como se ele estivesse endereçando quatro espécies de deliberação absolutamente distintas: (i) as relativas ao laudo de avaliação de bens usados para formação do capital social; (ii) a aprovação das contas como administrador; (iii) as que puderem beneficiar o acionista de modo particular; e (iv) aquelas em que o acionista tiver interesse conflitante com o da companhia. Com isso abre-se caminho para argumentar que nas primeiras hipóteses não há interesse conflitante com o da companhia. O “interesse conflitante” seria uma espécie diferente das demais, só identificável depois de conhecidas as consequências do voto proferido. Contudo, essa interpretação não é adequada. Em primeiro lugar, porque, como vimos acima, as deliberações sobre avaliação de bens usados na formação do capital e a aprovação das contas como administrador não são de essência diferente dos demais casos de conflito de interesses. As pretensões dos acionistas e da sociedade não são nem mais nem menos irreconciliáveis nesses casos, de modo que se justificasse um tratamento diverso para a questão. Em segundo lugar, essa interpretação é desautorizada de forma muito clara pelo texto legal. Confira-se novamente a redação do dispositivo: “O acionista não poderá votar nas deliberações da assembléia geral relativa 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.” A mim parece fora de dúvida, especialmente pelo trecho destacado, que a lei apenas citou os três primeiros casos como exemplos do que, na verdade, compõe um único gênero, o conflito de interesses.

6 Nesse sentido, Valladão, *op. cit.*, p. 87.

labilidade implicasse que o conflito de interesses só pode ser verificado depois do voto, não haveria impedimento de voto nem sequer nessas hipóteses, o que ninguém se atreve a sustentar, nem mesmo os partidários da tese que venho combatendo.

16. O segundo e mais importante problema do argumento, contudo, é que a anulabilidade não implica, de maneira alguma, que o controle deva ser feito somente *a posteriori*. A anulabilidade é o remédio jurídico padrão para os vícios nas deliberações societárias, não sendo motivo para espanto que esse remédio seja utilizado também quando a deliberação é viciada em função de voto exercido em conflito de interesses⁷. Em outras palavras, o §4º do art. 115 apenas comina a consequência tradicional para vícios das deliberações societárias.

17. Além disso, a anulabilidade é um remédio perfeitamente indicado para os casos de violação da regra de impedimento de voto. Afinal, como ressaltam os próprios partidários da tese do controle posterior do conflito de interesses, um acionista pode exercer seu direito de voto no interesse da companhia mesmo quando está em situação de conflito. Caso isso ocorra, a anulabilidade permite que a companhia convalide a deliberação viciada, o que não seria possível caso a consequência prevista pela lei fosse a nulidade⁸.

18. Cientes disso, os defensores do controle posterior se apegam ao trecho seguinte do §4º do art. 115, segundo o qual o acionista que votou em conflito “será responsável pelos danos causados e será obrigado a transferir para a companhia as vantagens que tiver auferi-

7 A decisão unânime da Quarta Turma do Superior Tribunal de Justiça no RESP nº 35230/SP, relatado pelo Ministro Sálvio de Figueiredo Teixeira, reconheceu que a anulabilidade é a consequência mais adequada para vícios das deliberações societárias.

8 Nos termos dos art. 168, parágrafo único, e 169 do Código Civil, os negócios jurídicos nulos não podem ser convalidados, ainda que a pedido das partes, nem convalescem pelo decurso do tempo. Já o negócio jurídico anulável pode ser convalidado pelas partes, inclusive tacitamente, como prevêm os art. 172 e 174, ou pelo decurso do prazo previsto no art. 178 do Código Civil. Essa regra de convalidação foi repetida expressamente pelo parágrafo único do art. 285 da Lei nº 6.404, de 1976.

do”. Como esse dispositivo faz menção expressa à reparação dos danos causados, argumenta-se que só existirá conflito de interesses quando a companhia for prejudicada pelo voto proferido.

19. Esse argumento tampouco me parece sólido. Ressalte-se, primeiramente, que a reparação do dano é a principal sanção para atos ilícitos em direito privado. Logo, se aceitássemos o raciocínio desenvolvido acima, de que a simples menção à reparação do dano na lei permite que o acionista vote mesmo diante de uma proibição expressa, desde que não cause danos, seríamos obrigados a adotar raciocínio semelhante para todos os ilícitos civis. O absurdo disso é claro: todas as condutas vedadas em direito privado passariam a ser permitidas.⁹

20. Além disso, a lei não diz apenas que o acionista deve reparar o dano; ela diz mais: o acionista deve não só reparar o dano como “transferir para a companhia as vantagens que tiver auferido”, o que não é sempre a mesma coisa. Caso o acionista vote pela aprovação de um contrato ele próprio e a companhia, por exemplo, ele deve não só devolver eventual diferença entre a compensação recebida e a compensação justa, como também transferir à companhia os lucros que teria obtido mesmo se o contrato tivesse sido celebrado em condições comutativas.

21. Essa sanção extremamente onerosa existe, não só no Brasil como em outros países, por um motivo muito simples: desincentivar a conduta ilícita.¹⁰ Se o acionista só fosse responsabilizado pelos pre-

9 Nem se diga que, no direito civil, os casos de proibição expressa geram nulidade, por força do art. 166, VI, do Código, enquanto o conflito de interesses gera anulabilidade, conforme estabelece o §4º do art. 115 da Lei nº 6.404, de 1976. Ocorre que, embora a deliberação decorrente de voto proferido em conflito de interesses seja anulável, o próprio voto é nulo, conforme reconhecem os defensores do controle posterior, em linha com o disposto no art. 166, VI, do Código Civil. Nesse sentido, Valladão, *op. cit.*, p. 97. Portanto, não há nenhuma diferença fundamental entre as proibições do direito civil e a proibição de voto que justificasse o tratamento diferente proposto para essa última.

10 Esse é um princípio básico de *agency law* nos Estados Unidos. *E.g.* Tarnowsky v. RESOP. 51 N.W. 2d. 801 (Minn. 1952). No direito inglês, o mesmo resultado é obtido por meio do

juízos sofridos pela companhia, ele teria todos os incentivos do mundo para violar a regra, pois o pior que lhe poderia acontecer, se e quando fosse responsabilizado, seria indenizar o dano causado; já os lucros obtidos, estes seriam embolsados por ele, muito embora esses lucros estejam diretamente relacionados com o ato ilícito por ele praticado.

22. Portanto, ao invés de suportar a tese do controle *a posteriori*, o §4º do art. 115 aponta em sentido contrário. Afinal, não faz sentido algum obrigar o acionista que votou em conflito de interesses a transferir à companhia todas as vantagens que obteve quando se admite expressamente que, se ele não causar prejuízo à companhia, ele pode votar. Mais uma vez percebe-se o absurdo: aplicaríamos uma sanção ao acionista muito embora a conduta por ele praticada fosse considerada lícita.

23. Ainda sobre a questão da sanção, não se pode esquecer que as infrações à legislação societária não tem conseqüências somente na esfera do direito privado. Quando companhias abertas estão envolvidas, violações à Lei nº 6.404, de 1976, ensejam também punições administrativas, por força do art. 11 da Lei nº 6.385, de 17 de dezembro de 1976. Logo, mesmo que o direito privado não sancionasse a conduta do acionista que vota em situação de conflito mas não causa dano à companhia, ainda assim essa conduta restaria proibida e seria sancionável administrativamente quando a companhia é aberta.¹¹

24. Mas o principal e cabal argumento contra a tese do controle *a posteriori* dos casos de conflito de interesses não está nos aspectos apontados acima. O principal argumento é funcional. O §1º do art. 115 existe para evitar que a companhia sofra prejuízos em situações

remédio conhecido como *accounting for profits*. E.g. Imperial Mercantile Credit Association v. Coleman (1873), L.R. 6 H. L. 189. Na opinião de Comparato, esse dispositivo da Lei nº 6.404, de 1976, inspirou-se diretamente no direito norte-americano. *Op. cit.*, p. 91-2.

11 Foi essa uma das principais razões que levou o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional a reverter a decisão do colegiado da CVM no Caso Previ.

nas quais é grande o risco de que o acionista venha atuar em benefício próprio. Deixando o acionista votar, ignora-se esse risco e abre-se espaço para que ocorra justamente o que a lei procurou evitar.

25. Esse risco é tanto maior, a meu ver, num país como o nosso, em que as demandas judiciais ainda são extremamente lentas. Aqui, ações propostas para responsabilizar acionistas controladores demoram anos, senão décadas. Além disso, elas encontram um judiciário pouco preparado para julgar causas de direito societário. Portanto, no Brasil mais do que em qualquer lugar do mundo, a proibição de voto é fundamental nos casos de conflito de interesses.

4. Eficiência Econômica

1. Mas me atrevo a dizer que a razão que leva muitos a adotarem a tese do controle posterior não é estritamente jurídica e, sim, econômica. Por detrás dessa interpretação da lei existe um receio: teme-se que, impedindo o controlador de votar em situações de conflito, oportunidades empresariais valiosas possam ser perdidas pela companhia, o que geraria graves ineficiências.

2. Esse argumento é pouco convincente, como procurei demonstrar no Caso Duratex. Segundo o critério mais aceito pela teoria econômica, operações eficientes são aquelas que não prejudicam ninguém e beneficiam pelo menos uma pessoa.¹² Obviamente, nenhum minoritário se oporia a uma operação como essa. Se a operação não lhe prejudica, que razão teria ele para rejeitá-la?

3. Ressalte-se, aliás, que os interesses dos acionistas minoritários estão perfeitamente alinhados com os interesses da companhia neste caso. Se o contrato submetido à assembléia for bom para a

¹² Esse é o critério clássico de otimização de Pareto. Para um análise rigorosa desse e outros critérios de eficiência: J. Coleman. Efficiency, Exchange, and Auction: Philosophic Aspects of the Economic Approach to Law. *California Law Review*, v. 68, p. 221.

companhia, os acionistas minoritários serão indiretamente beneficiados. Logo, se a operação for realmente benéfica, os minoritários deverão aprová-la, pouco importando que a contraparte na operação seja o acionista controlador.

4. Mas não existem operações que beneficiam a companhia e prejudicam os acionistas minoritários? Eu, pessoalmente, não as conheço.¹³ Uma companhia nada mais é do que um contrato entre um conjunto de acionistas. Logo, se a operação é vantajosa para a companhia, ela beneficiará também o acionista minoritário; mesmo operações que gerem efeitos bastante diferidos no tempo acabam beneficiando os acionistas presentes, pois os fluxos de caixa esperados acabam refletidos no valor atual das ações¹⁴.

5. Até entendo o argumento, um pouco diferente, de que possam existir operações que beneficiem a empresa mas não a companhia ou seus acionistas. Essas operações realmente podem existir, caso se entenda a empresa como uma entidade em si, independente em relação aos acionistas¹⁵. Pode-se considerar, por exemplo, que o crescimento de receitas é benéfico à empresa, mesmo quando resulta de investimentos em projetos com valor presente líquido negativo; ou que aumentar salários para os trabalhadores é bom para a empresa, mesmo quando os acionistas perdem dinheiro em razão disso.

6. Tenho sérias dúvidas de que o objetivo de uma companhia seja mesmo atender aos interesses da empresa, entendida nesse sentido.¹⁶ De toda forma, essa possibilidade não altera minhas conclu-

13 Sem considerar é claro, a situação em que o minoritário tem interesse conflitante com o da companhia, da qual tratarei mais adiante neste voto.

14 Nesse sentido, Comparato, *op. cit.*, p. 87-88.

15 Sobre essa teoria, F. K. Comparato & C. Salomão. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. Rio de Janeiro: 2005, p. 366-373.

16 O art. 115 da Lei nº 6.404, de 1976, diz que o voto deve ser exercido “no interesse da companhia”, ou seja, no interesse do conjunto de acionistas; ele não menciona o interesse da empresa em si. Nesse sentido, Comparato, *op. cit.*, p. 87. Já art. 116, parágrafo único, diz que o controlador “deve usar o seu poder com o fim de fazer a companhia realizar seu objeto social

sões. Se o acionista minoritário não quer perder dinheiro, o controlador também não. Portanto, operações benéficas para a empresa mas contrárias ao interesse dos acionistas não serão realizadas, vote o controlador ou não. Invocar os interesses da empresa, em contraposição ao interesse dos acionistas, não passa de retórica vazia, destinada a mascarar o fato de que a operação é benéfica apenas para o controlador ou para os administradores.

7. Na verdade, ao invés de barrar operações eficientes, a regra do impedimento de voto tem o efeito inverso: ela promove a eficiência econômica. Quando se permite que o controlador vote quando tem interesse conflitante com o da companhia, abre-se espaço para que ele aprove operações que lhe são vantajosas mas que causam prejuízo à companhia ou, o que vem a ser o mesmo, que não beneficiam a companhia tanto quanto deveriam. Essas operações são ineficientes por definição, pelo menos se adotarmos a definição de eficiência mais aceita na teoria econômica.

8. Suspeito, no entanto, que os defensores da tese do controle posterior tenham uma outra definição de eficiência em mente. Em diversas ocasiões, eles parecem sustentar que devemos deixar o controlador votar pois isso facilitaria a realização de operações que geram riqueza para um grupo econômico ou mesmo para o país, muito embora causem prejuízo à companhia e aos seus acionistas minoritários¹⁷.

e cumprir com sua função social". Obviamente, atender a sua função social não significa tratar a empresa como entidade distinta e independente, cujos interesses se deva perseguir. Além disso, uma companhia pode cumprir sua função social ainda que seu objetivo principal seja gerar valor para os seus acionistas.

17 Conforme expliquei no meu voto no Caso Duratex: "Segundo o critério de Kaldor-Hicks, que também é bastante usado, uma operação é eficiente se os ganhos por ela gerados forem suficientes para compensar as perdas. Não é necessário que essa compensação ocorra: basta que ela seja possível para que o critério seja atendido. Com base nesse critério, é até possível argumentar que a regra do impedimento de voto pode barrar certas operações eficientes, quais sejam, operações cujos benefícios particulares gerados para o acionista controlador sejam suficientes para compensar as perdas sofridas pelos demais acionistas. Porém, isso significa admitir uma espécie de expropriação privada do acionista minoritário pelo controlador. Embora

9. Um exemplo disso seriam as sinergias e ganhos de escala que podem ser gerados dentro do grupo econômico, ou seja, entre a sociedade controladora e as sociedades controladas. Fica obviamente mais fácil explorar essas sinergias e ganhos de escala se a sociedade controladora puder votar mesmo nas operações em que tiver interesse conflitante com o da companhia controlada. Dessa forma, a companhia controladora pode facilmente aumentar a riqueza do grupo, ainda que isso gere perdas para as controladas e seus acionistas minoritários.

10. Idéias desse tipo sempre foram muito caras à ideologia nacionalista que predominou durante o regime militar no Brasil, que pretendia fortalecer os grandes grupos nacionais a qualquer custo. Hoje sabemos que essa política permissiva em relação ao abuso do poder de controle tem efeitos extremamente deletérios no longo prazo. Prova disso foi a crise por que passou o mercado de capitais brasileiro nas décadas de 80 e 90 e da qual o país só saiu depois de renovar seus compromissos junto aos investidores¹⁸.

11. Se os acionistas minoritários puderem ser impunemente expropriados, os investidores, nacionais e estrangeiros, aplicarão menos recursos no mercado brasileiro. No longo prazo, isso significará um mercado de capitais menos pujante, menos investimentos por parte das companhias e menor crescimento da economia do país. Em suma, ainda que as operações lesivas aos investidores possam produzir mais riqueza no curto prazo, é muito provável que elas gerem prejuízo para o mercado de capitais e para o país no longo prazo.

essa expropriação possa até gerar acréscimo de riqueza no curto prazo, seu impacto no longo prazo é péssimo, pois desestimula os investimentos no mercado de capitais.”

18 Não desconsidero, por óbvio, os fatores macroeconômicos que levaram à crise e que influíram na recuperação do mercado de capitais. Porém, acredito que a legislação, a regulamentação e a autor-regulação do mercado e até mesmo a postura dos acionistas controladores e administradores tiveram relevante papel tanto no declínio quanto no ressurgimento do nosso mercado.

12. Um estudo recente encontrou fortes evidências estatísticas de que é isso mesmo o que ocorre.¹⁹ Os autores do estudo construíram um índice de proteção dos acionistas minoritários em operações com partes relacionadas: quanto maior a proteção conferida por um país, maior o seu índice. Com ajuda de escritórios de advocacia locais, os autores do estudo calcularam o índice para 72 países, que representam mais de 99% do valor de mercado das ações negociadas em bolsa no mundo.

13. Na seqüência, os pesquisadores realizaram uma regressão desse índice sobre algumas medidas de desenvolvimento do mercado acionário, como o valor total das ações negociadas no país como proporção do produto interno bruto e o número de ofertas públicas iniciais realizadas a cada ano. O resultado foi estatística e praticamente significativa: países com um índice maior de proteção aos acionistas minoritários em operações com partes relacionadas têm, *ceteris paribus* mercados acionários mais desenvolvidos.

14. O mesmo estudo indica ainda que países que exigem a aprovação de operações entre partes relacionadas pela assembleia geral, sem o voto do acionista controlador, apresentam, *ceteris paribus*, um menor nível de expropriação dos acionistas minoritários e um maior desenvolvimento do mercado de capitais. Ou seja, o mais amplo estudo já realizado sobre o assunto indica que, no longo prazo, impedir legalmente o controlador de votar em operações entre partes relacionadas tem efeitos positivos sobre o mercado acionário de um país.

15. O estudo em questão serve ainda para desconstruir alguns mitos e desfazer mal-entendidos. O primeiro mito é que praticamente nenhum país do mundo impede o controlador de votar na assembleia que delibera sobre contrato entre ele e a companhia. Isso não é verdade: 18 dos 72 países pesquisados no estudo em questão não só

19 S. Djankov, R. La Porta, F. Lopes-de-Silanes & A. Schleifer. The Law and Economics of Self-Dealing. *Journal of Financial Economics*, 88 (2008), p. 430-465.

impedem o controlador de votar quando a operação é submetida à assembleia como exigem deliberação assemblear para que operação seja válida.

16. Os demais mal-entendidos dizem respeito às regras jurídicas de países específicos. Já se disse, por exemplo, que no Reino Unido o controlador pode votar na assembleia que delibera sobre contrato entre ele e a companhia. Isso é realmente verdade, se levarmos em conta apenas a legislação e a jurisprudência. Contudo, as regras de listagem da bolsa de valores exigem que o controlador se abstenha de votar nessa deliberação²⁰. Na prática, portanto, a regra do impedimento de voto prepondera para as companhias abertas no Reino Unido.

17. Algo similar ocorre nos Estados Unidos. Embora a legislação de diversos estados norte-americanos realmente não proíba o controlador de votar, o fato é que, nas situações de conflito mais relevantes, como as incorporações de controladas, a jurisprudência dos tribunais faz com que os acionistas controladores não exerçam seu direito de voto; eles se abstêm para evitar que lhes seja imposto o ônus de provar, na revisão judicial do negócio, que a operação submetida à assembleia era realmente comutativa²¹.

18. O aspecto mais importante do estudo, contudo, não está em apontar exemplos específicos e contra-exemplos, nem em identificar as peculiaridades de cada sistema jurídico que fazem com que a proibição de voto seja importante ou desnecessária. A conclusão mais importante do estudo é que as regras que protegem os acionistas minoritários nas operações entre partes relacionadas estão fortemente correlacionadas com o desenvolvimento do mercado de capitais e, no longo prazo, com o aumento da riqueza dos países.

²⁰ *Financial Services Authority Listing Rules*, 11.1.7.

²¹ Para um resumo da evolução da jurisprudência das cortes norte-americanas sobre a questão, R. Gilson & B. Black. *The Law and Finance of Corporate Acquisitions*. Westbury: 1995, p. 1237-1317.

19. Mas será que deixar a decisão de realizar ou não uma operação importante nas mãos dos minoritários não é demais? Não estaremos subvertendo o princípio da maioria? Acredito que não. Primeiro, porque se trata de uma situação esporádica: não é sempre que operações desse tipo são submetidas a aprovação da assembleia. Segundo, porque, mesmo impedido de votar, o controlador continua tendo grande influência sobre o negócio, já que figura como contraparte no contrato; não só os termos do contrato, como a própria realização da operação, dependem do seu consentimento.

20. Quando a lei impede o controlador de votar em situações de conflito, ela não está abandonando a regra da maioria e sim exigindo que essa deliberação excepcional seja aprovada por uma maioria especial, composta pelo controlador e pela maioria dos demais acionistas presentes à assembleia. Não custa lembrar, aliás, que a regra da maioria só é utilizada nas deliberações societárias porque a unanimidade tem um custo de implantação muito elevado.²² Nada mais natural, portanto, do que exigir uma maioria especial, mais próxima da unanimidade, naquelas situações em que a regra da maioria não funciona a contento.

21. E a regra da maioria realmente não funciona a contento quando o acionista controlador tem interesse conflitante com o da companhia. Em situações normais, o controlador está em ótima situação para decidir em nome de todos os acionistas, pois ele é o maior beneficiado ou o maior prejudicado pelo sucesso ou insucesso da companhia. Já nas situações de conflito de interesses, não é exatamente isso o que ocorre.

22. Um acionista que pretende celebrar um contrato com a companhia tem incentivos para fazê-lo ainda que o contrato não seja necessário; um acionista que negocia um ativo com a companhia tem incentivos para cobrar dela o máximo possível, ainda que valores mais baixos pudessem ser obtidos no mercado. Na prática, o contro-

22 D. Mueller. *Public Choice III*, New York: 2003, p. 67-76.

lador sempre terá incentivos econômicos para favorecer a si próprio em detrimento da sociedade.²³

23. Mas não seria arriscado demais remediar essa situação concedendo um poder de veto aos acionistas minoritários? Não custa lembrar que muitas companhias brasileiras têm *free float* baixo e que o absentismo nas assembleias brasileiras é bastante elevado. Portanto, é considerável o risco de que a decisão em questão fique nas mãos de minoritários pouco representativos, que podem ser movidos, inclusive, por interesses ilegítimos.

24. Essa ponderação me faz pensar, mas não me convence. Ainda que detenham uma participação pequena do capital, os acionistas minoritários terão, nessa situação, interesses mais alinhados com o da companhia do que o acionista controlador. Ainda que o minoritário ganhe pouco mesmo quando a companhia ganha muito, e perca pouco mesmo quando a companhia perde muito, o acionista controlador que contrata com a companhia está numa situação ainda pior: ele ganha mais justamente quando a companhia perde.

25. Quanto ao absentismo do acionistas, acredito que as próprias companhias disponham dos instrumentos necessários para combatê-lo, como os pedidos públicos de procuração, que podem ser feitos inclusive por meio eletrônico. Além disso, é bastante natural que os acionistas não compareçam a uma assembleia em que o controlador possa votar, pois o resultado da deliberação já está definido

23 Os partidários da tese do controle posterior citam, frequentemente, o seguinte trecho da Exposição de Motivos do projeto que resultou na Lei nº 6.404, de 1976: “O art. 115 cuida dos problemas do abuso do direito de voto e do conflito de interesses entre o acionista e a companhia. Trata-se de matéria delicada em que a lei deverá deter-se em alguns padrões necessariamente genéricos, deixando à prática e à jurisprudência margem para a defesa do minoritário sem inibir o legítimo exercício do poder da maioria, no interesse da companhia e da empresa.” A palavra chave para compreensão dessa passagem é o adjetivo “legítimo”, que qualifica a expressão “exercício do poder da maioria”. Obviamente, maioria deve prevalecer naquelas situações em que seu poder é exercido de maneira legítima. Porém, quando esse poder for exercido de maneira ilegítima, como no caso do voto proferido em situação de conflito, a decisão da maioria deve ser obstada pelo poder judiciário e pela CVM.

de antemão. A situação é bem diferente quando o voto dos minoritários é decisivo. Nas operações recentes em que o controlador não votou no Brasil, o índice de comparecimento dos minoritários foi sempre significativo.

26. Quanto aos minoritários oportunistas, não é preciso ir muito longe para encontrar o instrumento com o qual combatê-los: o próprio impedimento de voto. Como vimos acima, um acionista que não tenha interesse conflitante não tem nenhum incentivo para votar contra uma operação benéfica à companhia. Portanto, se queremos coibir o voto oportunista, o melhor a fazer é justamente identificar os conflitos de interesse e impedir o acionista conflitado de votar, seja ele controlador ou minoritário.

27. Resta ainda analisar uma última objeção ao impedimento de voto: o custo envolvido em obter a aprovação dos minoritários. Esse custo é elevado, não só pelas despesas incorridas com a realização da assembleia, mas também pelo tempo necessário para informar e convencer os acionistas de que a proposta a eles submetida é realmente benéfica para a companhia. No caso extremo em que os acionistas decidirem barganhar com o controlador, esse custo pode ser gigantesco, pois a companhia pode até perder a operação.

28. Devo admitir que a regra do impedimento de voto tem custos significativos, sobretudo quando o acionista impedido de votar é o controlador. Não nego que uma assembleia bem realizada pode custar caro e que informar e convencer os acionistas é dispendioso e pode levar tempo. Acho apenas que esses custos são plenamente justificados dado o risco de que o acionista controlador venha a exercer seu direito de voto em detrimento da companhia.

29. Nem mesmo a possibilidade de que os acionistas minoritários comecem a barganhar com o controlador é capaz de mudar minha opinião. Na verdade, essa é uma hipótese pouco provável, pois os minoritários enfrentam sérios obstáculos para se organizar. E mesmo que a barganha fosse mais freqüente, ela não me assustaria. Pelo contrário, entendo que a barganha seria benéfica à companhia, que

com isso conseguiria contratar em melhores condições, exatamente como faria num negócio entre partes independentes²⁴.

30. E se uma boa oportunidade fosse perdida em função de negociações prolongadas? Se eventuais interesses conflitantes forem coibidos, vejo pouco motivo para preocupação. Na prática, os acionistas minoritários não terão nenhum incentivo para prolongar as negociações desnecessariamente, pois eles também sairão perdendo se o negócio não der certo. Logo, o risco de que a companhia venha a perder um bom negócio nessa situação não será muito diferente do risco envolvido em qualquer negociação entre parte independentes.

5. Princípios Gerais de Direito

1. Obviamente, uma discussão dessa relevância não poderia prescindir de algumas considerações baseadas em princípios gerais de direito. Nessa linha, os partidários da tese do controle posterior recorrem ao princípio da presunção de inocência. Eles argumentam que a regra do impedimento de voto seria contrária a esse princípio, pois adviria de uma conclusão precipitada de que o acionista abusará do seu direito de voto para obter benefícios próprios.

2. Como já disse no Caso Duratex, acredito que os agentes respondem a incentivos econômicos. Dessa forma, num caso em que, diante dos incentivos econômicos, é considerável o risco de o acionista se desviar do interesse social, é totalmente justificado que a lei tenha escolhido um meio de tutela mais efetivo do que a simples responsabilização civil, impedido nesse caso o exercício do direito de

24 Nos Estados Unidos, onde esse tipo de barganha é incentivado, os resultados para os acionistas minoritários têm sido bastante benéficos. T. Bates, M. Lemmon & J. Linck. Shareholder Wealth Effects and Bid Negotiation in Freeze-Out Deals: Are Minority Shareholders Left Out in the Cold? *Journal of Financial Economics*, 81 (2006), 681-708. Esse estudo revela que os acionistas minoritários capturam uma grande parte dos ganhos gerados pela incorporação, muito provavelmente em razão das salvaguardas procedimentais implementadas com base na jurisprudência das cortes de Delaware.

voto pelo acionista. Esse é justamente o caso das operações entre partes relacionadas, que já causaram muitos danos aos investidores do mercado de capitais brasileiro.

3. Essa me parece ser a realidade, com a qual devemos trabalhar. E, sinceramente, não vejo nela qualquer contrariedade com o princípio da presunção de inocência. Esse princípio diz que uma pessoa não pode ser considerada culpada de um ato ilícito antes da apreciação de sua conduta pelo órgão julgador. Ele não diz que a lei deve, ao definir quais condutas serão consideradas ilícitas, presumir que todos os indivíduos se portam sempre de maneira exemplar.

4. Na verdade, a própria existência do sistema jurídico, que impõe sanções por atos ilícitos, revela que essa presunção não pode prevalecer. Condutas prejudiciais a terceiros sempre existiram e existirão sempre. Coibi-las é justamente a tarefa do sistema jurídico, seja impondo sanções após ao fato, seja criando mecanismos para evitar que ela seja realizada.

5. Regras dessa última categoria têm se proliferado no direito moderno, como é o caso de certos ilícitos ambientais, que são cada vez mais comuns, e também dos crimes de perigo, que tem aumentado no direito penal. Não é preciso sequer ir tão longe; basta olhar para regras tradicionalíssimas do direito civil brasileiro, como a que proíbe o mandatário de adquirir os bens do mandante, a que torna nulo o negócio jurídico celebrado com menor de 16 anos, ou a que veda o pacto comissório.

6. Todas essas regras existem justamente para evitar prejuízos em situações em que é grande o risco de que alguém seja prejudicado pela conduta de outros. O sistema jurídico não será capaz de cumprir adequadamente suas funções sem lançar mão desse tipo de regra em pelo menos algumas situações. Claramente, não há nelas qualquer presunção de culpa, apenas o reconhecimento de que os seres humanos nem sempre agem de maneira exemplar.

7. Na verdade, a regra do impedimento de voto não é contrária a nenhum princípio geral de direito. Antes, ela decorre diretamente

te de um deles: o princípio da imparcialidade.²⁵ Quando o acionista tem interesse conflitante numa deliberação, seu julgamento será naturalmente parcial, por melhor que ele se esforce. Para evitar isso, a lei o proíbe de votar, seja quando se trata de aprovar suas contas como administrador, seja quando se trata de avaliar bens de sua propriedade, “ou em quaisquer outras que puderem beneficiá-lo de modo particular, ou em que tiver interesse conflitante com o da companhia”.

6. Deveres Fiduciários

1. Por tudo o que expus acima, fica evidente minha resposta à primeira pergunta formulada na introdução deste voto: O acionista controlador está impedido de votar na assembléia que delibera sobre um contrato que pretende celebrar com a companhia²⁶. Ultrapassado esse primeiro problema, posso agora examinar os deveres fiduciários

25 Uma das mais influentes teorias da justiça contemporâneas, *justice as fairness*, está baseada justamente na noção de imparcialidade. J. Rawls. *A Theory of Justice*. Cambridge: 1999.

26 Em seu voto, o Diretor Eli Loria traz um argumento interessante, que não se aplica a todos os contratos entre a companhia e o controlador, mas somente àqueles que envolvam a compra de controle de sociedade mercantil, sujeitos ao art. 256 da lei. Segundo ele, a lei teria autorizado o controlador a votar nesses casos, já que o §1º desse artigo, quando trata do laudo de avaliação que deve ser apresentado à assembléia geral, faz referência expressa apenas aos §§ 1º e 6º do art. 8º, mas não ao §5º, que por sua vez faz referência expressa ao art. 115, §1º. Esse argumento me parece equivocados por duas razões. Em primeiro lugar, o art. 8º só faz referência expressa ao § 1º do art. 115 porque o acionista estará impedido de votar em todas as situações nele tratadas, já que somente o acionista pode contribuir bens para formação do capital. Já o art. 256 se aplica tanto a contratos celebrados com partes independentes quanto a contratos com partes relacionadas, razão pela qual ele não faz referência expressa ao §5º do art. 8º ou ao §1º do art. 115. Em segundo lugar, o laudo previsto no art. 256 tem finalidade exclusivamente informativa; sua com partes relacionadas, razão pela qual ele não faz referência expressa ao §5º do art. 8º ou ao §1º do art. 115. Em segundo lugar, o laudo previsto no art. 256 tem finalidade exclusivamente informativa; sua função é dar elementos para que os acionistas decidam se querem ou não aprovar a operação. O que é submetido à deliberação da assembléia, de acordo com o art. 256, é o contrato de compra e venda do controle e não o laudo de avaliação. Portanto, na minha opinião, não faz sentido cogitar em impedimento de voto em relação a esse laudo, pois ele não é o verdadeiro objeto da deliberação.

dos administradores e o Parecer 35 para, na sequência, tentar responder à segunda pergunta formulada no início deste voto.

2. Como se sabe, a Lei nº 6.404, de 1976, impõe uma série de deveres aos administradores de sociedades anônimas, como o dever de diligência e o dever de lealdade, previstos nos arts. 153 a 155. Conforme o colegiado da CVM já destacou diversas vezes, o cumprimento desses deveres deve ser analisado com ainda mais rigor nas operações em que o controlador figura como contraparte²⁷. A razão disso é óbvia: o acionista controlador, por definição, é quem elege e destitui a maioria dos administradores da companhia.

3. Ressalte-se, todavia, que o administrador eleito pelo acionista controlador não está impedido de participar da negociação de operações realizadas entre a companhia e o acionista controlador. É que a regra do art. 156 da Lei nº 6.404, de 1976, que trata do conflito de interesses dos administradores, só se aplica quando o administrador tem interesse próprio na questão. Quando o interesse conflitante é do acionista que o elegeu, o administrador pode participar da decisão, como também já decidiu este colegiado²⁸.

4. Obviamente, isso não significa que o administrador possa atuar em benefício do controlador. Nas operações com partes relacionadas, como em qualquer outro ato, os administradores devem atuar em benefício da companhia e não em benefício de qualquer terceiro. A lei também deixa isso bastante claro, tanto no art. 154, §1º, quanto nos arts. 155 e 245.

5. Este último artigo é de bastante interesse para o tema em discussão. Ele diz que, 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

27 E.g. PAS CVM 08/2005, julgado em 12 de dezembro de 2007.

28 Proc. CVM RJ 2007/3453, decidido em 4 de março de 2008.

com pagamento compensatório adequado; e respondem perante a companhia pelas perdas e danos resultantes de atos praticados com infração ao disposto neste artigo”.

6. Foi com base nesse dispositivo — e também nos demais artigos da lei que estabelecem os deveres fiduciários dos administradores — que a CVM editou o Parecer 35, invocado pela Tractebel em sua consulta. Esse parecer esclarece quais são os deveres dos administradores num tipo específico de operação entre partes relacionadas, a saber, as operações de fusão, incorporação ou incorporação de ações de companhias controladas ou sob controle comum²⁹.

7. O parecer não é lei e, portanto, não criou obrigações novas para os administradores. Ele apenas deixou claro, numa situação específica, o que a CVM entende que administrador deve fazer para cumprir com a lei. Além disso, ele recomenda, mas não obriga, que os administradores adotem um procedimento de legitimação para a operação, procedimento este destinado a garantir que a operação seja realmente comutativa³⁰.

8. Esse procedimento consiste em constituir um comitê especial, composto em sua maioria por membros independentes do acionista controlador, para negociar a operação em questão com o acionista majoritário. Dessa forma, procura-se simular a negociação que ocorreria se as partes fossem independentes, partindo do pressuposto de que a negociação é a melhor forma de garantir a comutatividade da relação de substituição e demais condições da operação.

9. Ainda é cedo para concluir se o Parecer 35 foi ou não bem sucedido. Dois anos depois de sua edição, parece ter havido uma

29 Para um resumo das razões que levaram a CVM a editar o Parecer 35, ver o memorando que embasou a decisão de colocá-lo em audiência pública, conforme reunião do colegiado de 2 de junho de 2008.

30 Sobre os procedimentos de legitimação no direito societário, confira-se o voto do Diretor Pedro Marcilio em seu voto dissidente nos Proc. CVM RJ2006/7204 e RJ2006/7213, julgados em 17 de outubro de 2006.

sensível melhora no comportamento dos administradores nas incorporações de controladas; eles parecem estar, agora, mais cientes e ciosos de seus deveres para com a companhia. Além disso, já existem casos em que os comitês especiais obtiveram ganhos significativos para os acionistas minoritários, negociando relações de substituição superiores às inicialmente propostas pelo controlador.

10. Por outro lado, a implementação prática das recomendações do Parecer 35 ainda encontra algumas dificuldades. Os administradores e os controladores relutam em conferir real poder de negociação para os comitês especiais. É claro que esse poder não deve ser absoluto, pois isso poderia implicar delegação de competências vedada por lei. Mas é essencial que os comitês tenham poderes suficientes para realmente negociar as condições da operação, ainda que suas decisões estejam sujeitas à aprovação do conselho de administração³¹. Sem isso, os membros do comitê assumem o papel de meros avaliadores, que pouco agregam em termos de proteção aos acionistas minoritários.

11. Cumpre destacar, também, que o Parecer 35 foi pensado para uma operação específica na qual a própria lei parece indicar que o controlador pode votar, a despeito de seu interesse conflitante com o da companhia³². É que o art. 264 da Lei nº 6.404, de 1976, estabeleceu um procedimento especial de tutela dos acionistas minoritários nas incorporações de controladas. Embora esse procedimento tenha se mostrado completamente ineficaz, o fato é que art. 264 continua

31 Se a decisão final for do conselho de administração, a criação do comitê independente para negociar a operação certamente não implicará qualquer violação à lei. Companhias constituem representantes para negociar contratos a todo tempo e ninguém nunca questionou essa prática. Em operações de grande vulto, é mesmo comum que muitos aspectos das negociações sejam conduzidas por banqueiros e advogados. Desde que o poder de decisão permaneça, em última instância, com a administração, não existe qualquer óbice legal a que se atribua ao comitê independente poderes para negociar a operação.

32 Confira-se a propósito a decisão da CVM no Proc. CVM RJ2004/5494, julgado em 16 de dezembro de 2004.

em vigor e afasta, segundo entendimento da CVM, a aplicação do art. 115, §1º.

12. Pois bem, o que a Tractebel pretende é utilizar esse procedimento numa modalidade de operação que não é expressamente abarcada pelo Parecer 35, o que não é nenhuma novidade, já que outras companhias vem procedendo dessa forma em operações significativas entre partes relacionadas. A novidade está no fato de que as operações que a Tractebel pretende realizar devem ser submetidas à assembleia e não estão sujeitas ao regime especial do art. 264.

7. Relação entre as Regras

1. O que nos traz ao segundo problema suscitado no presente caso: Qual é o efeito do cumprimento dos deveres fiduciários descritos acima e, em particular, da observância das recomendações contidas no Parecer de Orientação 35, sobre a regra do impedimento de voto? Será que isso afasta a incidência do §1º do art. 115? Será que isso autoriza a GDF Suez a votar na assembleia que deliberar sobre contrato a ser celebrado entre ela e a Tractebel?

2. Acredito que não. Na verdade, o argumento levantado pela Tractebel sempre foi utilizado, embora sem mencionar o Parecer 35, por aqueles que defendem que o conflito de interesses deve ser apurado somente depois que o acionista exerceu o seu direito de voto. O argumento é de que o art. 245 da lei reconhece, implicitamente, que o controlador pode votar nas operações que celebra com a companhia.

3. Mas não é isso, em absoluto, o que a lei diz. Vejamos de novo o que prescreve o 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 pe-

rante a companhia pelas perdas e danos resultantes de atos praticados com infração ao disposto neste artigo”.

4. O que esse artigo estabelece é que o administrador deve zelar para que as operações feitas com o controlador sejam comutativas; ele não diz que o controlador pode votar quando a operação for submetida a aprovação da assembléia. Mas por que a lei diria isso se o controlador não pudesse votar? Por duas razões muito simples. A primeira e mais evidente é que uma fração muito pequena das operações realizadas com o controlador precisa passar pela assembléia. Na maioria das vezes, os administradores têm poderes para fechar essas operações independentemente de aprovação ou ratificação da assembléia³³.

5. A segunda razão toca o ponto central deste caso. Por si só, a regra do impedimento de voto não é suficiente para proteger os acionistas contra operações lesivas. É que os minoritários encontrariam enormes dificuldades para se informar e, sobretudo, negociar uma operação que seja realmente comutativa. A proibição do voto do acionista controlador pode impedir que graves prejuízos sejam causados à companhia; mas ela não garante que a companhia obterá o melhor negócio possível.

6. Como se sabe, quanto mais disperso for o capital de uma companhia, maiores serão as dificuldades e menores serão os incen-

33 Essa mesma constatação pode ser utilizada para rebater outro argumento freqüentemente utilizado para defender a tese do controle posterior do conflito de interesses. Segundo muitos, o art. 117, §1º, “F”, da lei reconhece implicitamente que o controlador pode votar pois considera abuso de poder de controle “contratar com a companhia em condições de favorecimento ou não equitativas”. Esse argumento me parece equivocado, pela razão exposta acima: a grande maioria das operações entre partes relacionadas não precisa ser submetida a assembléia e, mesmo nessas operações, o controlador pode abusar de seu poder de controle, fazendo uso de sua inegável influência sobre os administradores. Portanto, faz todo sentido que a lei preveja tanto o impedimento de voto quanto o abuso de poder de controle em operações entre partes relacionadas. Note-se, aliás, que a previsão legal do abuso de poder de controle existe, de forma independente da proibição do abuso de voto, justamente porque o controlador pode exercer sua influência de outros modos, independentemente do voto. Parece-me totalmente equivocado, portanto, sustentar que uma regra exclui a outra, quando seus campos de aplicação são completamente independentes.

tivos econômicos para que os acionistas se informem sobre uma operação submetida a assembleia³⁴. Cria-se então uma assimetria de informação gigantesca entre os administradores e os acionistas minoritários. É absolutamente natural, portanto, que a lei imponha aos administradores o dever de zelar para que a operação seja comutativa, pois só eles conhecem a fundo os negócios da companhia.

7. E a assimetria de informação não é o único problema. Quanto mais disperso for o capital de uma companhia, maiores serão as dificuldades e menores serão os incentivos econômicos para que os acionistas travem uma negociação efetiva com o acionista controlador. Portanto, a lei foi sábia ao impor aos administradores, e não aos acionistas, o dever de realizar essa negociação. Sem negociação, são grandes as chances de que a companhia deixe dinheiro na mesa, contentando-se com uma oferta que não corresponde ao resultado que seria obtido numa operação entre partes independentes.

8. Por essas razões, a lei criou um regime duplo para os contratos celebrados com o controlador. Nas operações cotidianas, que não precisam ser submetidas à assembleia geral, é dever exclusivo dos administradores zelar pela comutatividade do negócio. Mas certas operações extraordinárias, previstas no estatuto ou na lei, como é o caso das aquisições de controle sujeitas ao art. 256, devem passar também pelo crivo da assembleia, na qual o controlador não pode votar, por força do art. 115, §1º.

9. Mas será que essa dupla proteção é realmente necessária quando os administradores da companhia seguirem o procedimento de legitimação previsto no Parecer 35? Acredito que sim, seja do ponto de vista jurídico, seja do ponto de vista prático. Sob o ponto de vista jurídico, o fato é que o comitê especial recomendado pelo Parecer 35 não está previsto na lei e, portanto, não tem força normativa para afastar a aplicação do art. 115, §1º.

34 Como se sabe, os acionistas das companhias abertas são vítimas do célebre problema da ação coletiva. M. Olson. *The Logic of Collective Action: Public Goods and the Theory of Groups*. Cambridge: 1971.

10. Do ponto de vista prático, parece-me que seria um tanto precipitado apostar todas as fichas no Parecer 35. Por mais que eu tenha apreço pelo procedimento recomendado pelo parecer, por mais que eu acredite que ele pode gerar resultados até melhores para as companhias do que o simples impedimento de voto, é preciso reconhecer que se trata de uma experiência recente, cujos resultados ainda não foram totalmente comprovados.

11. Como disse acima, a eficácia do procedimento recomendado pelo Parecer 35 depende muito dos poderes conferidos ao comitê especial e da disposição de seus membros para efetivamente negociar a operação com o controlador como se estivessem realizando um negócio entre partes independentes. Sem essa negociação, os membros do comitê se tornam meros avaliadores ou, o que é ainda pior, meros revisores do trabalho feito pelos avaliadores contratados pela companhia. Como a avaliação de empresas é uma tarefa bastante subjetiva, o risco de lesão aos minoritários permanece.

12. É claro que a CVM pode e deve tomar medidas para que isso não ocorra. Este colegiado já manifestou publicamente o entendimento de que, sem negociação, a constituição do comitê especial é inócua, sujeitando a operação a um escrutínio rigoroso por parte desta autarquia. Mas não se pode jamais esperar que esse escrutínio rigoroso seja melhor do que o escrutínio que pode ser feito pelos próprios acionistas, caso tenham a oportunidade de aprovar ou rejeitar a operação.

13. A propósito, vale lembrar o caso dos Estados Unidos, país que já tem muito mais experiência com os comitês especiais e que conta com um procedimento de produção de provas bem mais eficaz para detectar condutas irregulares e apurar prejuízos. Mesmo lá, as incorporações de controladas são normalmente submetidas a duplo controle: ainda que a operação seja negociada por um comitê independente, ela é normalmente condicionada à aprovação da maioria da minoria³⁵.

35 A abstenção de voto dos controladores deve se tornar ainda mais preponderante após de-

14. De todo modo, essa discussão de política regulatória tem hoje pouca relevância prática, pois o art. 115, §1º, não distingue entre operações que seguem as recomendações do Parecer 35 e as que não seguem. Como vimos, esse artigo impede o controlador de votar em qualquer situação em que tenha interesse conflitante com a companhia. E esse interesse conflitante não desaparece nem mesmo quando os administradores da companhia tomam todas as salvaguardas necessárias para que a operação seja comutativa.

15. Quando a companhia contrata com o controlador, persiste sempre o fato de que o controlador ganha mesmo quando a companhia perde. Para cada real que a companhia perde na negociação, um controlador que detenha 51% do capital perde 51 centavos enquanto sócio, mas ganha um real enquanto contraparte no contrato. Esse é, obviamente, um interesse conflitante. E o art. 115, §1º, proíbe o acionista de votar em qualquer operação em que tenha interesse conflitante com o da companhia, sem exceção.

8. Conclusão

1. Por todo o exposto, concluo que a GDF Suez está impedida de votar nas assembléias que deliberarem sobre contratos celebrados entre ela e a Tractebel. Concluo ainda que o impedimento de voto não é afastado pela adoção do procedimento de legitimação previsto no Parecer 35. A despeito dos esforços feitos pela companhia para criar uma política para operações com partes relacionadas, a decisão da SEP deve ser mantida.

2. Para que não haja nenhuma dúvida, contudo, gostaria de deixar claro que não vejo nenhum problema, e até entendo ser posi-

cisões recentes da Corte de Chancelaria de Delaware, que praticamente isolam de revisão judicial as freeze out transactions que sejam aprovadas tanto por um comitê independente quanto pela maioria da minoria dos acionistas, aplicando a elas a business judgement rule. In re Cox Communications Inc., 879 A.2d 604 (Del. Ch. 2005); In re CNX Gas Corp. Shareholders Litigation, C.A. No. 5733-VCL (Del. Ch., 2010).

tivo, que o Parecer 35 seja seguido pela Tractebel em seus negócios com a GDF Suez, o que possivelmente beneficiará a companhia e facilitará a aprovação das operações pelos acionistas minoritários. Entretanto, apesar de suas virtudes, o uso do procedimento previsto no Parecer 35 não exclui o impedimento de voto que recai sobre a GDF Suez, pois esse impedimento decorre diretamente da lei.

Rio de Janeiro, 9 de setembro de 2010.

Marcos Barbosa Pinto

Processo Administrativo CVM nº RJ2009/13179

(Reg. Col. nº 7190/2010)

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: Otavio Yazbek

1. Declaração de Voto

Considerações preliminares

1. O presente caso envolve, ante a natureza do assunto, uma tomada de posição preliminar quanto à sempre polêmica questão dos efeitos do conflito de interesses sobre o direito de voto. Tal questão, decorrente das leituras que se podem fazer, em especial, do *caput* e do § 1º do art. 115 da Lei nº 6.404/76, já foi mais de uma vez trazida à baila perante o Colegiado da CVM, inclusive com mudanças de orientação da autarquia.

2. Da mesma maneira, diversos autores vêm se debruçando sobre o tema, tanto no campo acadêmico quanto no exercício de atividade advocatícia. Ante a relevância dos argumentos sustentados pelas várias partes, entendo necessário, ainda antes da análise do caso

que ora se apresenta, assumir uma posição em relação àquele debate. Tal posição, é importante ressaltar, não representa uma negação pura e simples das dificuldades com as quais se deve lidar no trato com os dispositivos legais ora discutidos — que por sua natureza são sempre de problemática aplicação —, mas muito mais um esforço de interpretação.

3. Naturalmente, a interpretação de textos normativos é, também, exercício de aplicação do direito. Daí porque se pode afirmar que a interpretação, em certo sentido, produz a norma que será aplicável ao caso, em um movimento que vai, como descreve Eros Roberto Grau, “*do texto da norma para a norma concreta*”¹. O reconhecimento dessa natureza do esforço interpretativo pretende, aqui, não apenas albergar a interpretação que se adotará, mas também reconhecer que, ante a complexidade das situações realmente existentes, talvez não haja como tratar as divergências de interpretações como embates entre forças absolutamente opostas.

4. Isso porque, no tema sob análise, não há como negar razoabilidade a qualquer das duas correntes existentes. E ambas apresentam também suas falhas. Em linhas muito gerais, aqueles que defendem o chamado “conflito formal”, em que há vedação pura e simples, apriorística, do voto em caso de conflito de interesses, por um lado se apóiam no texto legal e sustentam uma determinada política, de cunho profilático, mas por outro assumem determinados riscos decorrentes de sua interpretação. Já aqueles que defendem o “conflito material”, sustentando que não se pode, *ex ante*, identificar o conflito e impedir o voto do acionista, apóiam-se no pragmatismo de sua posição, mas acabam por deixar de lado outras questões de relevo, inclusive no que tange à sua forma de aproximação do texto legal.

1 *Ensaio e Discurso sobre a Interpretação/Aplicação do Direito*, 3ª edição, Malheiros, 2005, p. 25.

5. Assim, o que sustento é que a distinção entre aquelas duas soluções possíveis, quando tornada um embate puro e simples, não apenas deixa de resolver os dilemas sobre a matéria, como também acaba por tornar mais evidentes alguns problemas práticos, não apenas não de todo resolvidos, mas muitas vezes deliberadamente deixados de lado pelas partes. E em razão desse conjunto de dificuldades entendo também que não há como, de uma penada, afastar todos os problemas que potencialmente adviriam de qualquer solução que se vier a adotar.

6. Ainda neste diapasão, gostaria de esclarecer que, no presente voto, se procurará diferenciar aquilo que é interpretação propriamente dita daquilo que se pode caracterizar como “política do direito”. Em suma, pretendo fugir a considerações valorativas sobre aquilo que seria o ideal para o desenvolvimento do mercado, qual a melhor solução em termos de governança corporativa, ou, ainda, sobre a eficiência decisória pura e simples e as suas vicissitudes em cada uma das posições doutrinárias acima referidas. Não que estas sejam questões espúrias. Acho, porém, que a adoção de uma perspectiva exclusivamente teleológica pode, muitas vezes, subordinar o processo de interpretação do texto normativo a uma dimensão ainda mais subjetiva do que seria razoável.

Necessário pressuposto — considerações sobre o debate brasileiro

7. Como acima esclarecido, existe, no Brasil, amplo debate, corporificado em decisões da CVM, posições advocatícias e análises doutrinárias. As principais posições, assim como os autores a cada uma delas afiliado, foram bem descritas pelo Diretor Alexsandro Broedel Lopes em seu voto. Da mesma maneira, parece-me que as linhas de evolução do debate, na CVM, foram suficientemente analisadas no voto do Diretor Marcos Barbosa Pinto. Por este motivo, deixo de lado aquelas descrições.

8. Em larga medida, o que se vê é que o debate brasileiro, suscitado pela redação não apenas do referido § 1º do art. 115 da Lei Acionária, mas pela própria estrutura do artigo, beneficiou-se muito da discussão ocorrida na Itália, especialmente em razão do art. 2.373 do Código Civil de 1942. Aquela discussão é, vale lembrar, um dos principais pontos de apoio para as posições sustentadas pelo então Diretor Luis Antonio de Sampaio Campos, nos bem fundados votos em que lidou com a matéria, assim como uma das bases da aprofundada análise do Professor Erasmo Valladão de Azevedo e Novaes França, não apenas em sua clássica monografia sobre o assunto, mas também em estudos posteriores².

9. Asseverava o art. 2.373, em sua primeira parte, que “*Il diritto di voto non può essere esercitato dal socio nelle deliberazioni in cui egli ha, per conto proprio o di terzi, un interesse in conflitto con quello della società*”. A segunda parte do dispositivo, que foi utilizada, na prática, para a qualificação da primeira, determinava que “*In caso d’inosservanza della disposizione del comma precedente, la deliberazione, qualora possa recare danno alla società, è impugnabile a norma dell’articolo 2377 se, senza il voto dei soci che avrebbero dovuto astenersi dalla votazione, non si sarebbe raggiunta la necessaria maggioranza.*”

10. Muito cedo se verificaram dificuldades na interpretação e na aplicação da regra. Isso, sobretudo, porque a identificação do conflito de interesses não se mostrava, em alguns casos, tão simples como em outros. Por outro lado, em caso de identificação de conflito, quem estaria encarregado de impedir o voto do acionista que tem interesse no voto? Ora, se a segunda parte do artigo já previa a mera impugnabilidade da decisão tomada com base no descumprimento do que dispunha a primeira parte, talvez não houvesse propriamente

2 Cf., em especial, o seu *Conflito de Interesses nas Assembléias de S.A.*, Malheiros Editores, 1993.

vedação a voto naquela primeira, mas sim, muito mais, a corporificação de um “princípio geral”³.

11. E foi essa a linha seguida pela maior parte da doutrina. Assim, por exemplo, Pier Giusto Jaeger, em seu sempre referido *L'Interesse Sociale*, declara expressamente que “... a nostro avviso, questa norma non crea, a carico degli azionisti, i quali si trovino nella situazione in essa prevista, nessun particolare obbligo di comportamento”, sustentando que “tale norma comporta invece un'eccezione al principio secondo il cui il giudice non ha il potere di esaminare il merito delle deliberazioni per accertare l'esistenza di un motivo illecito nell'espressione del voto del socio”⁴.

12. Mas nem sempre tais posições geravam soluções extremadas. Assim, Giuseppe Ferri, ainda que reconhecendo a vedação, “in linea di principio”, e até mesmo asseverando que em alguns casos mais óbvios (quando o acionista pretende figurar como contraparte da sociedade, por exemplo) a mesa pode reconhecer tal situação, destaca que há um “dever de abstenção” do sócio (não falando em falta de legitimação propriamente dita) e que, dado o regime criado, apenas a este incumbiria, no mais das vezes, avaliar se deve ou não votar⁵.

13. Naturalmente, havia posições distintas e igualmente relevantes, como a de Berardino Libonati, que, mesmo reconhecendo as dificuldades que o regime de vedação ao voto traria para os grupos societários, tema de sua análise, asseverava ser esta a melhor solução, destacando, ademais, que a possibilidade de impugnação posterior das decisões, reconhecida na segunda parte do artigo transcrito, de-

3 A consolidação de tal posição é bem descrita por Agostino Gambino em seu *Il Principio di Correttezza nell'Ordinamento delle Società per Azioni (Abuso di Potere nel Procedimento Assembleare)*, Dott. A. Giuffrè Editore, 1987, pp. 93 e ss.

4 *L'Interesse Sociale*, Dott. A. Giuffrè Editore, 1972, pp. 213 e ss.

5 *Le Società*, Unione Tipografico Editrice Torinese — UTET, 1971, p. 453.

corria da dificuldade de, em todos os casos, identificar-se o interesse da sociedade e o próprio conflito de interesses⁶.

14. O fato é que, com o tempo, consolidou-se naquele país — inclusive em uma ampla jurisprudência — a interpretação de que, de um modo geral, não era razoável ou mesmo viável impedir o voto do acionista em todos os casos, dada a dificuldade de identificação dos conflitos existentes. Daí porque, no começo desta década, o artigo 2.373 do Código Civil foi alterado, passando a trazer, sobre o tema, apenas a seguinte redação: “*La deliberazione approvata con il voto determinante di soci 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*”. Migrou-se, assim, de um sistema para outro, optando-se expressamente pela possibilidade de impugnação das decisões tomadas. No que tange a tal mudança, aliás, aponto apenas que, menos do que representativa de uma tendência global, ela foi uma forma de lidar com as dificuldades trazidas pela redação anteriormente vigente — os regimes sobre o tema, ao redor do mundo, são bastante diversificados⁷.

15. Creio que cabe, aqui, apontar algumas diferenças entre o caso brasileiro e o caso italiano. Se, como bem aponta Luis Antonio de Sampaio Campos em seu voto no IA CVM nº TA RJ 2002/1153, foi nas fontes italianas que se inspirou o legislador de 1976, não há, também, como negar que o debate peninsular já estava, àquela época, há muito consolidado — as falhas de redação do dispositivo acima transcrito eram já claras para todos e a maior parte dos autores já se posicionara quanto ao caráter formal ou material dos conflitos.

6 *Holding e Investment Trust*, Dott. A. Giuffrè Editore, 1959, p. 343.

7 O que se pode ver na discussão levada a efeito por Pierre-Henri Conac, Luca Enriques e Martin Gelter em seu *Constraining Dominant Shareholders’ Self-Dealing: The Legal Framework in France, Germany, and Italy*, *European Corporate Governance Institute, Law Working Paper N. 88/2007*, outubro de 2007.

16. Não obstante, o art. 115 da Lei Acionária, que, em razão das referências que virão na sequência, transcrevo na íntegra, traz a seguinte redação:

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.

§ 2º Se todos os subscritores forem condôminos de bem com que concorreram para a formação do capital social, poderão aprovar o laudo, sem prejuízo da responsabilidade de que trata o § 6º do artigo 8º.

§ 3º O acionista responde pelos danos causados pelo exercício abusivo do direito de voto, ainda que seu voto não haja prevalecido.

§ 4º 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.

17. Ante tal redação, parece-me necessário chamar a atenção para dois pontos. O primeiro é que aquela declaração de princípio, de que o voto deve ser exercido no interesse da sociedade já consta do início do *caput* do artigo (e, vale lembrar, que a primeira parte do artigo 2.373 do Código italiano foi, com o tempo, justamente reconhecida como tendo tal conteúdo) — este é o norte para o voto dos acionistas. O segundo é que o § 1º, longe de trazer uma declaração isolada quanto ao conflito de interesses ou de meramente reforçar aquele princípio geral, traz uma relação de hipóteses, distintas entre si, sujeitas ao comando dele constante.

18. Creio que a estrutura do referido parágrafo é, por si, bastante eloqüente. Ele começa por relacionar duas hipóteses de “*presunção legal de conflito de interesses*”⁸, a saber, as deliberações em que se deva aprovar laudo de avaliação de bens com que o próprio acionista tenha concorrido para a formação do capital social e a aprovação de suas contas como administrador. Nesses casos não há, evidentemente, que se falar em exercício de direito de voto.

19. Na sequência, porém, o mesmo dispositivo trata de duas outras hipóteses, o chamado “benefício particular” e o conflito de interesses, agora diretamente referido. Dependendo da aceção que se dá à expressão “benefício particular”, os intérpretes tendem a interpretar a aplicabilidade de vedação de forma distinta. Em seu estudo sobre o tema, após analisar as origens de tal expressão na legislação brasileira, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França, destaca que, dada a possibilidade de identificação das relações que seriam caracterizadas como benefícios daquela ordem, também nesses casos vigoraria vedação do voto⁹ — a mesma posição, aliás, é partilhada por Luis Antonio de Sampaio Campos, em seu voto no IA CVM nº TA RJ 2001/4977.

20. Vale aqui lembrar, ainda que apenas incidentalmente, que o Parecer de Orientação CVM nº 34/06 traz diversos exemplos do que a autarquia considera “benefício particular”, arrolando casos em que, por tal motivo, não se pode votar. Para autores como Erasmo Valladão, tal opção teria promovido um alargamento descabido das hipó-

8 Para usar a expressão adotada por Egberto Lacerda Teixeira e José Alexandre Tavares Guerreiro em seu *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*, Vol. 1, José Bushatsky Editor, 1979, p. 277.

9 *Conflito de Interesses nas Assembléias de S.A.*, op. cit., pp. 88 e ss. Vale ainda remeter à discussão de Dominique Schmidt, em seu *Les Conflits d'Intérêts dans la Société Anonyme*, Joly Editions, 2004, pp. 95 e ss. e àquelas, mais recentes, suscitadas pelo próprio Erasmo Valladão em seus O Conceito de Benefício Particular e o Parecer de Orientação 34 da CVM. In: *Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa*, Malheiros Editores, 2009, e Ainda o conceito de benefício particular: anotações ao julgamento do processo CVM n.RJ —2009/5.811, publicado in *Revista de Direito Mercantil (RDM)*, 149/293-322.

teses de impedimento de voto. Fica clara daquela opção regulatória, porém, a amplitude que o conceito de “benefício particular” pode assumir¹⁰. Retomarei a questão adiante, quando da discussão da solução do caso concreto.

21. Já no caso do conflito de interesses, última das hipóteses referidas no dispositivo em discussão, a postura da maior parte dos autores muda. Se antes, dada a possibilidade de identificar hipóteses concretas, naquelas primeiras duas presunções legais de conflito e no caso do benefício particular, se falava em vedação do exercício do direito de voto, agora se passa a falar em um “conflito substancial” ou “material”, apurável quando da produção de certos efeitos. Mais do que isso, para tais autores, ante a impossibilidade de identificação *ab initio* de todas as hipóteses em que há conflito entre o interesse do acionista e o da sociedade, a vedação pura e simples produziria verdadeiras distorções.

22. O efeito dessa situação é bem descrito, novamente, pelo Professor Erasmo Valladão, para quem:

(...) ao fazer referência a ‘interesse conflitante com o da companhia’, no § 1º, do art. 115, a lei não está se reportando a um conflito meramente formal, mas sim a um conflito substancial, que só pode ser verificado mediante o exame do conteúdo da deliberação. Tal como na Itália, pois, a lei, nessa hipótese, proíbe, cautelarmente, o acionista de votar. Se o acionista vota, deve-se verificar então, o modo como votou: se, efetivamente, sacrificou o interesse da companhia ao seu interesse pessoal, com prejuízo, potencial ou atual, à companhia ou aos outros acionistas, seu voto será nulo, bem como anulável a deliberação tomada, se o voto foi decisivo para a formação da maioria.

10 O contexto de tal opção, aliás, é bem descrito no voto apresentado, no presente caso, pelo Diretor Marcos Barbosa Pinto. Parece-me claro, de qualquer maneira, que o Parecer 34 ganhava ainda mais importância ante a prevalência, à época, de uma concepção eminentemente substancial de conflito de interesses. Da mesma maneira, algumas das opções de interpretação que nele se adotaram, acerca da definição de benefício particular, parecem-me relacionadas a este contexto. Retomarei o tema adiante.

Em suma, a lei não estabeleceu, para tal situação, um *divieto di voto*, como o fez para as demais hipóteses do § 1º do art. 115.¹¹

23. O ex-Diretor Luis Antonio de Sampaio Campos, em seu já referido voto no IA CVM nº TA RJ 2001/4977 segue uma linha bastante próxima:

15. Há, portanto, uma espécie de recomendação expressa ao acionista que se atenha ao interesse social. Tal é, em minha opinião, a hipótese do voto por acionista interessado, em aparente conflito de interesse.

16. E isso porque não é certo, nem muito menos garantido, que o acionista faltará com o seu dever perante os demais acionistas e a própria companhia para, com o voto, tirar proveito próprio e indevido.

17. Nesse sentido, permite-se ao acionista votar, na suposição de que ele não faltará com os deveres que lhe são impostos no artigo 115, *caput*, e no artigo 116, parágrafo único, na hipótese de ser acionista controlador; mas comprovado, por ligeiramente que seja, que este faltou com o seu dever, seu voto será tido como ilegal e a deliberação poderá ser anulada, se este voto tiver sido determinante para a formação da maioria necessária à validade da deliberação.

24. Observa-se, de tais trechos, que o conflito de interesses é, na prática, equiparado ao voto abusivo, referido no *caput*. Assim, apenas posteriormente se deverá, para esta corrente, verificar se houve dano à companhia ou a outros acionistas (para os autores que reconhecem alguma proteção aos outros acionistas) ou se o acionista que votou obteve benefício em detrimento daqueles. O voto teria sido proferido sob conflito, assim, quando, na dicção legal, ele o tenha sido "... 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".

11 *Conflito de Interesses nas Assembléias de S.A., op. cit.*, p. 97.

25. Creio, porém, que as duas instâncias não se misturam desta maneira. É bem verdade que o voto dado em situação de conflito pode tender à abusividade, com o acionista colocando na balança os interesses que pode vir a privilegiar. Como também é possível que isso não ocorra. O § 1º do art. 115 destina-se, a meu ver, a criar mecanismo de proteção à sociedade contra o risco daquele abuso, que de outra maneira seria dificilmente identificável. Trata-se, assim, de regra de natureza precaucionária.

26. Se, no Código Civil italiano, havia aquela vedação geral, acompanhada de um segundo período que relativizava os seus efeitos, a solução da lei brasileira me parece mais complexa. A regra geral quanto ao conteúdo do voto (“...*exercer o direito de voto no interesse da companhia*”), assim como a caracterização de sua abusividade, encontram-se no *caput* do art. 115. O § 1º, por sua vez, tem objeto próprio, destinando-se a trazer vedações às vezes mais e às vezes menos específicas ao exercício do poder de voto.

27. Por mais que se possa criticar a técnica legislativa adotada nos dispositivos em comento, não me parece possível considerar que, dentro de um mesmo dispositivo legal, iniciado com uma vedação (“*O acionista não poderá votar...*”), se encontram situações tão diversas, a saber: três hipóteses de proibição de voto (duas delas de cunho mais objetivo) e uma de mero princípio (que seria redundante em relação ao *caput* do artigo, aliás) ou de controle posterior, isso sem nenhuma qualificação ou diferenciação. Creio, assim, que a única solução logicamente possível é o reconhecimento de que existe efetiva vedação ao voto também no caso dos conflitos de interesses referidos na parte final do § 1º do art. 115.

28. Pode-se asseverar que essa interpretação talvez seja por demais simplória, procurando ater-se à letra fria da lei e ignorando, ao mesmo tempo, tanto o caráter sistemático desta quanto a complexidade dos casos concretos. Ela poderia mesmo, nesse sentido, ser equiparada a uma afiliação direta à teoria do conflito formal em sua forma mais seca e rigorosa, sem maiores cuidados. Como se verá, não me parece que esta crítica seja possível.

29. Com efeito, acompanho, aqui, a posição de Fábio Konder Comparato, também transcrita no voto do Diretor Relator, de acordo com a qual:

A lei brasileira, como a italiana, proíbe 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.¹²

30. Não acredito, assim, que apenas haja conflitos *in abstracto*, isolados das condições concretas das relações que se está constituindo. Pelo mesmo motivo, também não me parece que seja sempre possível identificar *ex ante* a existência de conflito ou que todas as matérias que envolvam controlador e controlada sejam, desde sempre eivadas daquela conflituosidade. Reconheço mesmo que há casos em que este não seja passível de identificação, pelos potenciais prejudicados, quando da votação da matéria.

31. Mas mesmo com essas ressalvas não me parece possível tomar o comando do § 1º do art. 115, no que tange aos conflitos de

12 Controle conjunto, abuso no exercício do voto acionário e alienação indireta de controle empresarial. In: *Direito Empresarial: Estudos e Pareceres*, Saraiva, 1995, p. 91.

interesses, como uma mera recomendação ao acionista ou, ainda, como uma “vedação cautelar”, de alguma maneira distinta de uma efetiva proibição — é questão gramatical, em parte, mas também de ordem lógica. Mesmo deixando-se de lado uma postura mais valorativa, não me parece haver como sustentar aquilo que o Professor Calixto Salomão Filho caracteriza como uma verdadeira *capitis diminutio* da regra de conflito.¹³

32. E nesse mesmo sentido lembro que, ainda que muitos dos defensores do conflito material aleguem que a sua posição também é a única que se coaduna com uma interpretação sistemática da Lei, não há, no texto legal, elementos que dêem suporte a tal assertiva. A Lei permite a contratação entre acionista e companhia, por exemplo, mas esse regime, como adiante se verá, se coaduna perfeitamente com a vedação ao voto de que ora se está tratando — tratam-se de mecanismos distintos, aplicáveis a atos que, ainda que correlacionados, são também distintos. O esforço por criar uma conexão lógica entre os dois regimes ignora essas diferenças.

33. É, porém, justamente quando se fala dos efeitos do disposto no art. 115 que os intérpretes — vinculados a qualquer das linhas — se deparam com os maiores problemas. Gostaria de explorar alguns deles, assim como algumas outras questões, de caráter incidental, na sequência.

Os efeitos da interpretação do art. 115 e algumas questões incidentais

34. Iniciarei, assim, pela análise de algumas questões práticas trazidas pelas duas correntes em confronto. A primeira questão que vem à baila, aqui, diz respeito aos remédios cabíveis.

35. Primeiro, no que tange aos problemas mais imediatos, que dizem respeito ao de reconhecimento da vedação. Parece-me, aqui,

13 Conflito de interesses: a oportunidade perdida. In: Jorge Lobo, *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*, Editora Forense, 2ª edição, 2002, p. 352.

que excepcionados os casos em que a própria mesa poderia, sem excessivas análises, identificar claramente o conflito (e tanto Ferri como Comparato remetem, nos trechos acima referidos, aos contratos bilaterais), não há outra solução senão remeter, no primeiro momento, ao juízo do próprio acionista que se encontra sob tal situação — o que não quer dizer que este esteja livre para decidir se vota, porém. Os acionistas minoritários podem, também, suscitar a questão, ainda que, na própria assembléia, talvez não lhes haja alternativas imediatas para a tutela de seus próprios interesses. Daí, aliás, porque são tão importantes, nesses casos, as regras sobre anulabilidade das deliberações e responsabilidade dos votantes.

36. Aqui, em caso de voto abusivo, a Lei acionária fala, no § 3º do art. 115, já transcrito, em responsabilidade do acionista pelos danos causados. Já o § 4º do mesmo dispositivo trata da anulabilidade da decisão baseada em voto dado sob conflito de interesses e, também, na responsabilidade do acionista pelos danos e na obrigatoriedade de transferência das vantagens obtidas para a companhia. Para Erasmo Valladão Azevedo e Moraes França, em razão da posição acima descrita, de verdadeira confluência entre os dois casos, para ambos vigora o disposto no § 4º, ou seja, nas duas situações pode-se obter tanto a anulação da decisão quanto a correspondente recomposição de danos.¹⁴

37. Como já se viu, porém, isso valeria apenas para os casos em que se tenha reconhecido a abusividade propriamente dita do voto — sem ela, ele não seria caracterizado como sujeito a conflito de interesses. É bem verdade que, quando se chega ao ponto de postular a anulação de uma deliberação societária em razão de conflito de interesses, muito provavelmente terá havido algum dano ou terá surgido a ameaça de algum dano à sociedade, o que até aproxima as duas hipóteses.

38. Não obstante, dada a perspectiva que se adota no presente voto, é importante reconhecer que se pode pretender também a anu-

14 *Conflito de Interesses nas Assembléias de S.A.*, *op. cit.*, p. 99.

lação de uma deliberação sem que haja a caracterização de abusividade, ou seja, baseada na falha constitutiva na formação da vontade social. É por este motivo que José Alexandre Tavares Guerreiro refere os conflitos de interesses, em si, como “*vícios das resoluções de assembléia geral em que intervêm acionistas por ele envolvidos*”, destacando, na sequência, que “*não é preciso prova do dano para anular a deliberação viciada*”¹⁵.

39. Deixo registrada, além disso, uma discordância em relação ao asseverado pelo Diretor Eli Loria em seu voto. Lá ele afirma que, se houvesse controle *a priori* de conflito de interesses, a decisão deveria ser nula. Há que se diferenciar, porém, a nulidade do voto da nulidade da deliberação propriamente dita, como, aliás, faz o ex-Diretor Luis Antonio de Sampaio Campos no IA CVM nº TA RJ 2001/4977, em que se faz referência a ampla doutrina. Creio que o voto do Diretor Marcos Pinto explora, de maneira adequada, a relação entre nulidade e anulabilidade de decisões societárias, motivo pelo qual deixo de explorar o tema aqui.

40. Há, outrossim, um outro subproduto, de maior gravidade, decorrente do entendimento aqui esposado: o acionista que votar quando estiver impedido de fazê-lo pode, a rigor, vir a ser responsabilizado por ato *contra legem*. Ainda que haja formas diversas de se proteger de tal imputação ou de seus efeitos — e remeto aqui, por exemplo, à criação de mecanismos assecuratórios da legitimidade do conteúdo da deliberação (como a criação de comitês e a existência de políticas próprias para determinados atos), à produção de prova de que o conflito inexistia, não era conhecido ou não era material e relevante e de que a contratação teria se dado em bases equitativas —, não há como negar que tal possibilidade decorre diretamente do reconhecimento da existência de impedimento de voto.

15 Conflitos de Interesses entre Sociedade Controladora e Controlada e entre Coligadas, no Exercício do Voto em Assembléias Gerais e Reuniões Sociais. In: *Revista de Direito Mercantil (RDM)*, 51/29-32.

41. Tais questões acabam levando a um novo ponto, que sempre vem à baila em tais discussões, que é o da expropriação que, seguindo-se uma linha como aquela que ora se vem seguindo, se estaria fazendo dos legítimos direitos de voto do acionista controlador. Esse outro ponto, na verdade, apresenta várias possibilidades de formulação, passando (i) pelo caráter essencial do direito de voto, que se estaria restringindo; (ii) pela sustentação de que, a julgar de outra maneira, se estaria deixando de privilegiar a possibilidade de atuação de boa-fé do controlador, criando-se uma desconfiança incoerente com o convívio em sociedade; (iii) pela questão da maior exposição que o controlador tem aos resultados desastrosos da decisão (motivo pelo qual ele seria o maior interessado e o mais bem informado para votar); e (iv) pelo excessivo poder que se daria aos minoritários, não havendo, porém, como controlar a legitimidade do exercício do voto por estes (ou mesmo como controlar a ausência destes na deliberação, capaz de imobilizar a sociedade).

42. A própria Exposição de Motivos da Lei nº 6.404/76, trazida à colação pelo Diretor Eli Loria, demonstraria, neste sentido, que não se pretendeu eliminar o direito de voto do controlador. Assim, ela destaca que:

O art. 115 cuida dos problemas do abuso do direito de voto e do conflito de interesses entre o acionista e a companhia. Trata-se de matéria delicada em que a lei deverá deter-se em alguns padrões necessariamente genéricos, deixando à prática e à jurisprudência margem para a defesa do minoritário sem inibir o legítimo exercício do poder da maioria, no interesse da companhia e da empresa.

43. Embora muitos desses argumentos sejam bastante razoáveis, sobretudo quando se analisam alguns casos concretos, eles encontram, também, alguns importantes contrapontos, que, a meu ver, justificam a presente opção.

44. Começo afastando a interpretação do trecho acima transcrito, da Exposição de Motivos da Lei Acionária, como sustentação

para a liberdade de voto em tais casos. E o faço, primeiramente, em razão do próprio texto da LSA, que efetivamente parece proibir o voto em certos casos. Além disso, como já disse acima, entendo que a interpretação mais correta da Lei seja a de que há vedação, mas que, dadas as dificuldades para a identificação da sua possibilidade de incidência *a priori* e o risco de imobilismo para a sociedade, criaram-se mecanismos outros de controle, já descritos. Observe-se que, nesses casos, há margem de sobra para o exercício daquele legítimo poder de voto dos acionistas controladores. Este exercício, porém, não pode ser irresponsável — ele é feito dentro dos lindes legais (a proibição que consta do § 1º do art. 115) e sob determinados controles e responsabilidades.

45. Essa questão leva, aliás, à do caráter fundamental do direito de voto do acionista. Aqui, apóio meus argumentos em duas ordens de considerações. A primeira delas está relacionada ao fato de que, ainda que se possa falar em direitos subjetivos, estes não existem de maneira absoluta, mas dentro do ordenamento jurídico que não apenas assegura a sua efetividade, como também estabelece seus contornos. O direito de voto é, assim, delimitado pela Lei das S.A., que pode estabelecer, inclusive, limites a ele ou ao seu exercício. De outra maneira, estaríamos no campo, tão comum, do que alguns autores criticamente chamaram de “*concezioni giusnaturalistiche de diritti degli azionisti*”¹⁶.

46. A segunda ordem de considerações parte da constatação, por Fábio Konder Comparato, no trabalho supracitado, de que:

a melhor doutrina enxerga no direito de voto não um direito subjetivo stricto sensu, isto é direito a uma prestação de outrem, mas um poder jurídico (Kannrecht, dos alemães), vale dizer, a prerrogativa de influir na esfera jurídica alheia. Nessa concepção, o acionista tem di-

16 A expressão é de Per Giusto Jaeger, Francesco Denozza e Alberto Toffoletto, *Appunti di Diritto Commerciale — Impresa e Società*, Dott. A Giuffrè Editore, 2006, p. 322.

reito ao dividendo, mas exerce um poder de voto ou um poder de recesso (...).¹⁷

47. Não há, assim, que se tratar o direito ao voto como direito essencial ou fundamental, coisa que, aliás, a própria lei não faz.

48. Os argumentos que remetem aos maiores riscos a que está sujeito o controlador (que tem mais a perder e, por isso, teria também mais motivos para intervir no processo decisório), à sua maior capacidade de decisão e aos riscos de uma excessiva outorga de poder aos minoritários são mais ou menos próximos um do outro. Parece-me, porém, que eles decorrem de uma opção legal — o controlador, pela sua natureza e posição e pela natureza do sistema criado para as companhias, acaba por ter um *status* distinto daquele dos não-controladores, cumprindo também o que se pode caracterizar como uma verdadeira função¹⁸.

49. É por este motivo que a ele se podem e devem aplicar determinadas restrições de atuação, assim como regras especiais. Essas regras especiais, não raro, criam legitimidade para os acionistas minoritários, criando também o risco de abuso de poder por estes.

50. Neste último ponto, em especial, que é explorado pelo ex-Diretor Luis Antonio de Sampaio Campos em seu voto no IA CVM nº TA RJ 2002/1153 (itens 81 e 82), não me parece que o reconhecimento dos riscos decorrentes de uma opção legal seja suficiente para desconsiderar aquela opção. Pode ser que, ao ter criado tal mecanismo, a lei tenha favorecido outro grupo de acionistas, mas o seqüestro da sociedade por este grupo também não deixa, em princípio, de ser uma hipótese.

51. Isso me leva ao último dos pontos que gostaria de, nesta instância, analisar que é o do caráter profilático ou precaucionário, já

17 Controle conjunto, abuso no exercício do voto acionário e alienação indireta de controle empresarial, *op. e loc. cit.*, p. 85.

18 E a principal referência, neste ponto, talvez também seja Fábio Konder Comparato, sobretudo em seu *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, Editora Forense, 1983, p. 294.

referido, de uma opção legal dessa natureza. Com efeito, ainda que se deva, usualmente, presumir a boa-fé das partes, nada impede que a lei estipule regimes de prevenção, em especial quando há uma posição privilegiada para um determinado agente econômico ou marcas das assimetrias informacionais em favor deste.

52. Como aponta Dominique Schmidt, a presunção de boa-fé é o que sustenta as soluções mais tradicionais, baseadas na aplicação de sanções, em reação a comportamentos desviantes — a restrição ao exercício do voto é técnica diversa, que opera com outros fins e produz outros efeitos¹⁹. Outros exemplos de soluções possíveis, de estratégias destinadas a limitar direitos ou a criar mecanismos de controle, são trazidos pelo Diretor Eli Loria em seu voto neste mesmo processo.

53. O último tema de que gostaria de tratar, aqui, é o da equiparação, para mim também equivocada, da vedação ao voto com as diversas hipóteses em que é permitido, aos acionistas, contratar com a companhia. Tais argumentos comumente suscitados quando da presente discussão e aqui incorporados no voto do Diretor Eli Loria, partem do pressuposto de que, se há possibilidade de contratar com a companhia, não haveria motivo para impedir o voto aprovando tal contratação.

54. Fico, neste ponto, sem mais delongas, com a argumentação do então diretor Marcelo Fernandes Trindade, em seu voto no IA CVM nº TA RJ 2001/4977, de acordo com a qual:

O argumento de que o art. 117, § 1º, f, da Lei admite a contratação entre o acionista controlador e a companhia, em condições equitativas, parece-me, data venia, pouco expressivo. Ao discutir-se o impedimento do voto não se está discutindo a proibição de contratar, mas apenas a legitimidade do voto do controlador quanto à matéria. O contrato pode ser celebrado, desde que o beneficiário não vote. Além

19 *Les Conflits d'Intérêts dans la Société Anonyme*, *op. cit.*, p. 140.

disto, é preciso lembrar que o contrato pode ser celebrado sem manifestação assemblear — o que, aliás, ocorre em grande parte dos casos —, ou sem a manifestação do voto do controlador, e ainda assim ele continuará respondendo, na forma do art. 117, se retirar benefício indevido como contraparte do negócio”.

55. O trecho final da transcrição acima, aliás, traz uma outra questão de destaque, que ajuda a diluir os pretensos efeitos negativos de uma opção como a que ora se faz — a imensa maioria das transações com partes relacionadas, que muitas vezes decorrem mesmo de relações de agrupamento empresarial e que se justificam a partir de modelos de negócio os mais diversos, é contratada diretamente, sem a necessidade de aprovação por assembleia, estando sujeita a outros filtros e mecanismos de controle. A aprovação assemblear se impõe em casos específicos, geralmente por sua relevância, o que reforça a importância de alguma proteção para o procedimento.

56. Em suma, é por estes motivos que entendo que a Lei Acionária brasileira, de fato, acaba por incorporar um regime de vedação ao exercício do direito de voto em seu art. 115, § 1º, e que este regime não entra em conflito com outros dispositivos da mesma lei.

A questão do benefício particular

57. Antes de passar ao caso concreto, porém, gostaria de antecipar também uma posição em relação a uma questão diretamente relacionada às acima tratadas, que é a do benefício particular. Esse tratamento é importante não apenas porque o tema foi tratado nos votos da Presidente e do Diretor Marcos Barbosa Pinto, mas também porque, a meu ver, ela melhor delimita toda a discussão acima.

58. Começo, aqui, por registrar a minha discordância em relação aos votos da Presidente e do Diretor Marcos Barbosa Pinto no que tange à existência, no presente caso, de benefício particular (a terceira hipótese de impedimento do § 1º do art. 115 da Lei). Para mim, que neste ponto acompanho, ao menos em parte, as considerações de Erasmo Valladão e do ex-Diretor Luis Antônio de Sampaio

Campos, já anteriormente referidas²⁰, benefício particular é aquele que decorre do rompimento da relação de igualdade dos acionistas enquanto tais. É aquilo que cria diferenciações onde não há nenhum outro fundamento jurídico (que não o da condição de acionista) que as possa justificar.

59. Remeto aqui, como exemplo, ao Processo RJ 2009/5811, em que se tratou da incorporação da Duratex S.A. pela Satipel Industrial S.A. Naquela ocasião, embora eu tenha votado pela impossibilidade de realização da operação nos termos em que proposta, com a fixação de relações de troca distintas para as ações detidas pelo controlador e pelos minoritários, acabei por ressaltar que, caso a estrutura proposta fosse válida (e, em conseqüência, a operação fosse factível), se estaria diante de um caso de benefício particular. E isso justamente porque, naquele caso, os acionistas seriam diferenciados apenas em razão da sua situação de acionistas.

60. Ora, na relação que aqui se discute, o acionista controlador figura como alienante de um determinado bem, em relação contratual autônoma, motivo pelo qual ele pode ser considerado parte interessada na conclusão daquele contrato. Mas os benefícios que ele obteria daquele contrato não teriam sido propriamente subtraídos à coletividade dos demais acionistas. Compreendo que conflito de interesses e benefícios particulares sejam categorias que se misturam em alguma medida e que essa confusão, talvez também esteja relacionada ao processo pelo qual, no Brasil, progressivamente, se esvaziou a vedação do voto em caso de conflito de interesses. Mas, uma vez afastado aquele esvaziamento, não há porque manter as duas esferas indiferenciadas.

61. Neste ponto, aliás, também quero deixar registrada uma discordância em relação às posições do Professor Erasmo Valladão sobre o tema. Isso porque, em razão de sua interpretação acerca do conflito de interesses, ele acaba por diferenciar benefício privado de

20 As referências, que deixo aqui de novamente citar, estão em especial na nota 9, acima.

conflito de interesses asseverando que o primeiro consistiria em uma vantagem lícita, enquanto o segundo envolveria vantagens ilícitas. Com todo o respeito pela posição do autor, não vejo como concordar com ela.

62. Pelo que se pode depreender da análise do referido autor, conflito de interesses corresponderia a vantagens ilícitas em razão justamente da equiparação, essencial para a sua análise, entre voto dado sob conflito e voto abusivo. Se essa correlação apresenta razoabilidade ante o entendimento adotado na discussão daquele tema, porém, não me parece que o mesmo valha plenamente para a presente discussão — aquele conceito de conflito, se extrapolado, geraria aqui uma incongruência.

63. Isso porque ainda que se siga a linha de que conflitos apenas podem ser identificados ao produzirem efeitos (quando do reconhecimento da ilicitude dos seus resultados, portanto), isso não autorizaria dizer que um conflito só existe quando aquele efeito danoso tenha se produzido. O conflito já existia antes, os interesses contrapostos já existiam — difícil era a sua identificação. Indo além, dizer que conflitos de interesses correspondem a vantagens ilícitas, neste contexto que ora descrevo, equivaleria a dizer que qualquer contratação realizada quando havia aquele tipo de contraposição seria, também, ilegal.

64. Ora, tanto não há ilicitude nas contratações que, como já exposto, a Lei não proíbe relações em que interesses contrários estejam envolvidos. Em suma, nos casos de posições contratuais contrapostas entre acionista e sociedade (e uma vez afastada a hipótese do benefício particular), muitas vezes podem existir interesses contrapostos (ou seja, o conflito de interesses propriamente dito). Nem por isso há, aí, ilicitude. Entendo que equiparar o interesse existente em caso de conflito de interesses a interesse ilícito, assim, gera uma dificuldade insolúvel.

65. Tanto assim que, para mim, o que a Lei cria, ao lidar com os conflitos de interesses, é um regime protetivo da integridade da

formação de vontade da sociedade. Ilicitude, reitero, decorreria apenas da abusividade do voto propriamente dita, da obtenção daqueles efeitos vedados por lei, estes sim muito provavelmente apenas apuráveis em momento posterior.

66. Neste sentido, e apenas para fazer uma síntese, entendo que benefício particular e conflito de interesses distinguem-se porque, no primeiro caso, se está tratando de vantagens que diferenciam os acionistas exclusivamente na qualidade de acionistas. Já no segundo, os envolvidos podem figurar sob outro manto, como partes contratantes, por exemplo. A confusão entre as duas categorias talvez esteja relacionada não apenas aos debates acima referidos, mas também ao fato de que, em ambos os casos, no fundo, talvez se esteja falando em conflito de interesses em sentido amplo²¹.

67. Nas duas situações, porém, não vejo como se poderia falar, *a priori*, em ilicitude da vantagem perseguida em si — ilicitude está diretamente relacionada à abusividade do voto dado, não ao interesse que o acionista próprio do acionista, que esse gostaria de perseguir. De qualquer maneira, realço que não vejo, neste caso, benefício particular propriamente dito.

Considerações para o caso concreto

68. No presente caso, a Requerente postula, de início, a revisão do entendimento manifestado no Ofício/CVM/SEP/GEA-3/Nº101/10, em que se reconhecia impedimento de voto em determinadas operações de alienação de ações, pelo controlador à companhia. Para tal, ela propôs, como bem descrito pelo Diretor Relator e pelo RA/CVM/SEP/GEA-3/Nº084/10, a constituição de um Comitê nos moldes daqueles constituídos para o atendimento ao disposto no Parecer de Orientação CVM nº 35/08, ao qual incumbiria negociar aquelas operações.

21 E essa interpretação é, na minha opinião, autorizada pela análise de Dominique Schmidt, quando refere como categorias de “vote interéssé”, ambas sujeitas à interdição do direito de voto, tanto os benefícios particulares quanto determinadas contratações com a sociedade (*op. cit.*, p. 95).

69. Sem prejuízo do acima esclarecido acerca do caráter do conflito de interesses e mesmo das dificuldades de sua identificação em situações diversas, parece-me que o caso que ora se analisa trata de uma das hipóteses em que, em princípio, o conflito é evidente. Ao lado de outros contratos bilaterais, a alienação de bens, do controlador para a sociedade controlada parece-me ser, com efeito, um dos casos clássicos de contraposição de interesses, capazes de gerar impedimento de exercício do poder de voto.

70. É bem verdade que naqueles casos em que, como aqui ocorre, a constituição desse tipo de relações contratuais seja inerente ao modelo de negócio da companhia, parece-me perfeitamente factível criar mecanismos que permitam melhor lidar com a situação. Não que assim se eliminem propriamente e *a priori* todos os conflitos, claro. E é nesse sentido que vai a proposta trazida pela administração.

71. Ocorre, porém, que a meu ver aquela proposta, trazida como medida inédita ao conhecimento deste Colegiado, não logrou assegurar que tal hipótese de conflito restasse adequadamente afastada ou mesmo mitigada. Acompanho assim, em toda a sua extensão, a análise e as conclusões do Diretor Relator, às quais remeto. Ademais, creio que se deve também, aqui, deixar reiteradas as diferenças entre a hipótese concreta e o Parecer de Orientação CVM nº 35, apontadas pelo Diretor Marcos Barbosa Pinto em seu voto — a opção por uma determinada solução organizacional deve guardar necessária coerência com os problemas que se quer resolver e, a bem da verdade, a inspiração no modelo do referido Parecer de Orientação parece-me, desde o início, um ponto de partida problemático.

É o meu voto.

Rio de Janeiro, 9 de setembro de 2010.

Otavio Yazbek

Diretor

Processo Administrativo CVM nº RJ2009/13179

Reg. Col. nº 7190/2010

Interessado: Tractebel Energia S/A.

Assunto: Recurso contra entendimento da SEP.

Diretor: Eli Loria

Declaração de Voto

Como bem relatado, trata-se de recurso interposto pela Tractebel Energia S/A (“TRACTEBEL” ou “Companhia”), protocolado em 12/08/10, contra entendimento da Superintendência de Relações com Empresas — SEP, manifestado por meio do OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-3/Nº 101/10, de 21/01/10, dando conta da impossibilidade do acionista controlador votar em Assembleia Geral que irá apreciar a aquisição de ações, caracterizada como transação com parte relacionada, nos termos do art. 115¹, § 1º, lei societária.

1 “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. § 2º Se todos os subscritores forem condôminos de bem com que concorreram para a formação do capital social, poderão aprovar o laudo, sem prejuízo da responsabilidade de que trata o § 6º do artigo 8º. § 3º O acionista responde pelos danos causados pelo exercício abusivo do direito de voto, ainda que seu voto não haja prevalecido. § 4º 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”.

A Companhia pretende implantar mecanismos de governança corporativa objetivando resolver a questão do potencial conflito de interesses, declarando, ainda, que não votará na próxima Assembleia Geral que tratará da matéria.

É fato que a análise do art.115, §1º, é controversa na doutrina e, no âmbito da CVM, já foi decidida em sentidos diversos, ainda que a hipótese do caso concreto (art.256) jamais tenha sido analisada.

No julgamento do PAS CVM nº RJ2001/4977, em 19/12/01, prevaleceu a interpretação da Diretora Norma Parente do chamado conflito “formal” (exame do conflito *a priori*). No caso, o Diretor Marcelo Trindade afastou a proibição do voto por conflito de interesse embora tenha entendido que, em decorrência de suposto benefício particular, o voto não poderia ter sido proferido.

O Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos proferiu voto divergente afastando tanto o conflito de interesses quanto o benefício particular. Consoante o voto vencido citado:

O sistema que a meu ver melhor compõe os interesses envolvidos e melhor resolve a questão é aquele que exige que a operação seja justa, que o pagamento seja adequado, em condições de mercado. Isso deveria ser atingido através de **opiniões de especialistas independentes, que atestariam, em benefício da companhia e de seus acionistas como um todo, a justiça e a correção da operação com a parte interessada, respondendo perante estas pessoas.** (grifei)

Posteriormente, quando do julgamento do PAS CVM nº RJ2002/1153, em 06/11/02, tendo o Colegiado nova composição, prevaleceu o entendimento pelo chamado conflito de interesses “material” ou “substancial”, com voto vencido da Diretora Norma Parente.

O voto vencedor do Diretor Wladimir Castelo Branco Castro fundamentou-se no princípio da boa-fé e na constatação de que o voto deve ser exercido no interesse da companhia, sendo que a desobediência a esse princípio caracteriza o abuso do direito do voto, acrescentando que o primeiro juízo a respeito do conflito de interesse deve caber ao próprio acionista.

Já em 14/12/04, em reunião do Colegiado da qual participei acompanhando o voto vencedor do Diretor Wladimir Castelo Branco Castro (ficou vencida a Diretora Norma Parente), em processo não sancionador tratando de incorporação de sociedade sob controle comum, o conflito de interesses dos controladores foi afastado entendendo-se que a lei societária, em seu art. 264, tem procedimentos próprios para o caso.

Antes de adentrar ao caso concreto, noto que não obstante a interpretação de um texto normativo, ou de qualquer outra natureza, permitir que se chegue a múltiplas conclusões, sem que estejam elas necessariamente incorretas, alguns limites devem ser impostos a esta multiplicidade. Assim, toda a atividade interpretativa deve estar em consonância com os princípios que regem e dão suporte ao texto interpretado, evitando-se generalizações que conduzam a soluções desconectadas da realidade fática.

Com efeito, no caso específico da interpretação de dispositivos legais, tal não pode ser empreendida de maneira singular, mas deve considerar o todo da norma e a análise desta, por conseguinte, deve considerar a totalidade do ordenamento jurídico.

Ademais, é consabido que toda a legislação se orienta no sentido de limitar a conduta humana com fulcro no estabelecimento de condições ótimas para a vida em sociedade, criando restrições à autonomia privada.

Dessa maneira, as condutas consideradas abusivas são reprimidas de várias formas, variando a redação das regras. Em alguns casos, como na esfera religiosa, a sanção tem natureza moral. Já na seara penal, o tipo descreve a conduta, de forma precisa, evitando-se a subjetividade, e prescreve uma sanção que pode até mesmo ser a privação da liberdade daquele que pratica a conduta que a sociedade quer reprimir. Na esfera civil, por seu turno, as condutas reprováveis costumam ser descritas de maneira negativa, isto é, há a proibição expressa pela utilização do aposto *não* e o descumprimento será posteriormente reclamado na esfera judiciária. Nesses casos, a sanção incide na es-

fera patrimonial do agente. No meu entendimento, a situação descrita no art. 115, §1º, da Lei 6.404/76, faz parte desse último grupo.

Para auxiliar a análise do caso, trago o texto da Exposição de Motivos à lei societária:

O art. 115 cuida dos problemas do abuso do direito de voto e do conflito de interesses entre o acionista e a companhia. Trata-se de matéria delicada em que a lei deverá deter-se em alguns padrões necessariamente genéricos, deixando à prática e à jurisprudência margem para a **defesa do minoritário sem inibir o legítimo exercício do poder da maioria**, no interesse da companhia e da empresa. (grifei).

A mesma Exposição de Motivos indica que as normas de proteção ao minoritário se revestem de caráter cogente e dá como exemplo o comportamento e responsabilidade dos administradores, as informações a serem prestadas ao público e os direitos intangíveis dos acionistas.

Sabe-se que a lei societária tem como um de seus pilares a informação plena e de qualidade a serviço do investidor e a regulação da CVM “objetiva assegurar ao público a disponibilidade, em tempo hábil, de forma eficiente e razoável, de informações necessárias para a tomada da decisão de investir em valores mobiliários e ainda das decisões de votar e de fazer representar em assembléias de companhias abertas”, consoante documento “Regulação do mercado de valores mobiliários: fundamentos e princípios”, aprovado pelo voto CMN nº 476, de 21/12/78.

Assim, a lei societária, quando julgou necessário, criou uma série de freios e contrapesos visando compor os interesses de acionistas majoritários e minoritários, com destaque para o direito essencial do acionista de fiscalizar a gestão dos negócios sociais (art. 109, III), incluindo aí o direito de ser informado.

Lembro, dentre outras disposições legais, a possibilidade do estatuto limitar o número de votos de cada acionista (art. 110, §1º), o direito de retirada ao acionista dissidente (art.137), o quórum qualifi-

cado para aprovação de determinadas matérias (art.135), a realização de assembléia especial de determinada classe de ações preferenciais (art. 136, §1º), a possibilidade de representação dos acionistas minoritários nos órgãos da companhia (voto múltiplo, art. 141, e conselho fiscal, art. 161, § 4º) e o direito de preferência (art.171).

Nessa situação encontram-se, ainda, os quóruns fixados para o exercício de diversos atos por parte de acionistas minoritários como o pedido judicial de exibição de livros (art.105), a convocação de Assembleia Geral (art. 123, parágrafo único, “c”), o pedido de informações a administrador em AGO (art. 157, §1º), o pedido de informações ao Conselho Fiscal (art. 163, §6º) e o pedido de funcionamento de Conselho Fiscal em companhia filiada a grupo (art. 277).

Assim, também, na reforma de 2001, com as regras de cancelamento do registro de companhia aberta do art. 4º e, em especial, com a possibilidade de convocação de assembléia especial dos acionistas titulares de ações em circulação no mercado, para deliberar sobre a realização de nova avaliação do art. 4º-A, bem como a reintrodução no ordenamento da OPA obrigatória decorrente de alienação do controle de companhia aberta (art. 254-A).

Ademais, pode-se ainda mencionar os §§ 3º e 4º do art.223, incluídos na reforma de 1997, que tratam da condição de companhia aberta das sucessoras de companhia aberta, sob pena do acionista dissidente poder exercer o direito de retirada.

Conforme explicitado no Parecer de Orientação CVM nº 34, de 18/08/06, não há qualquer dúvida que o acionista está previamente impedido de votar na aprovação do laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social, preservando-se a efetividade do capital social, e na aprovação de suas próprias contas como administrador, uma vez que não se pode julgar em causa própria, e, ainda, nas deliberações que puderem beneficiar o acionista de modo particular. Aliás, os administradores da companhia não poderão votar as contas seja como acionistas seja como procuradores (art. 134, §1º).

Nas hipóteses que tratam de conflito de interesses presumido o acionista está impedido de votar, caracterizando-se um controle *ex-ante*. Ainda assim, tais impedimentos são afastados quando todos os subscritores forem condôminos do bem com que concorreram para a formação do capital social (art.115, § 2º) e, quando da aprovação das próprias contas, os diretores forem os únicos acionistas (art.134, § 6º) de sociedade fechada.

Assim, a proibição de voto referida no art. 115, § 1º, exceto nos casos em que a situação de conflito entre o interesse pessoal do acionista e o da sociedade foi totalmente descrita (deliberações relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social e à aprovação de suas contas como administrador) não tem o condão de impedir o voto do acionista *a priori*, mas indica que o voto contrário ao interesse social é passível de anulação, considerado o prazo prescricional de dois anos do art. 286².

Noto, de passagem, que o referido prazo foi reduzido de 3 para 2 anos, em relação ao Decreto-Lei nº 2.627/40, objetivando dar maior segurança às relações empresariais, atentando para a dinâmica dos negócios.

Dessa forma, é permitido ao acionista controlador votar desde que se atenha aos deveres do art. 115, *caput*, e do art. 116, parágrafo único³, e, faltando a esse dever, o voto abusivo é anulável e, caso tenha sido determinante, a própria deliberação será anulável.

Destaque-se que a decisão não será nula como seria de se supor em caso de controle *a priori* do conflito de interesses. Em verda-

2 “Art. 286. A ação para anular as deliberações tomadas em assembléia-geral ou especial, irregularmente convocada ou instalada, violadoras da lei ou do estatuto, ou eivadas de erro, dolo, fraude ou simulação, prescreve em 2 (dois) anos, contados da deliberação”.

3 “Art. 116. (...) Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender”.

de, o acionista responde pelos danos causados, sendo obrigado a transferir para a companhia as vantagens que tiver auferido (art. 115, § 4º). Mais, o acionista responderá pelos danos causados por seu exercício abusivo (art.115, § 3º) ainda que seu voto não tenha prevalecido.

Interessante observar que foi vetada a solução dada pela Lei nº 10.303/01, com a inclusão dos §§ 5º a 10 ao art. 115, trazendo a possibilidade de ser convocada Assembleia Geral por acionistas que representem ao menos 10% do capital social para deliberar quanto à existência de conflito de interesses e à respectiva solução, com o seguinte argumento:

Com efeito, **não há como afastar o voto do acionista controlador no conclave pretendido — sob pena de se atribuir aos minoritários o inédito poder de, indiretamente, vetar qualquer deliberação a partir da alegação de existência de conflito do controlador**, e de se desconsiderar o próprio conflito de interesses do minoritário na assembléia especial, o que demonstra a inexistência de efetividade na proposta apresentada. (grifei)

Óbvio que os administradores não podem prejudicar a companhia para favorecer o controlador e podem contratar com sociedade coligada, controladora ou controlada, desde que em condições comutativas, observando-se o interesse da mesma, na dicção do art. 245⁴ da lei societária.

Ademais, é considerada modalidade de exercício abusivo de poder o acionista controlador contratar com a companhia, diretamente ou através de outrem, ou de sociedade na qual tenha interesse, em condições de favorecimento ou não equitativas (art.117, § 1º, “f”).

4 “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”. (grifei).

Lida ao revés, é permitida a contratação do acionista controlador com a companhia em condições equitativas, o que pode ser feito pelos administradores por meio de atos regulares de gestão.

Assim sendo, seria um contrassenso impedir o voto do mesmo acionista controlador em uma Assembléia Geral convocada, nos termos do art. 256⁵, para justamente aprovar um contrato da Companhia com o acionista controlador.

Estarem os dois, companhia e acionista controlador, em pontas opostas do contrato não significa que os mesmos estão em conflito, cabendo ser verificado se o preço está fixado em condições idênticas àquelas que a sociedade contrataria com parte não relacionada, tal qual a lei societária determina aos administradores em seu art. 156, § 1^o⁶.

O entendimento pelo controle *a priori* do voto inverte a lógica da lei societária de prevalência da maioria e, conforme destacado em votos proferidos em casos anteriores, impede de votar aquele que sofrerá um impacto relevante da decisão (por sua participação expressiva no capital social da companhia) e que melhor conhece os negócios sociais, confrontando o princípio da boa-fé que rege as relações comerciais, sendo o exercício do voto regra geral que, aliás, constitui-se em um direito do acionista não-controlador e em um dever do acionista controlador.

Quanto à Assembleia Geral prevista no art. 256 da lei societária, é determinado que a decisão sobre determinado ato de gestão da Administração passe para a esfera assemblear segundo critérios de relevância, sendo obrigatoriamente fornecidos pela administração todos os elementos necessários à deliberação, de modo a permitir ao

5 “Art. 256. A compra, por companhia aberta, do controle de qualquer sociedade mercantil, dependerá de deliberação da assembléia-geral da compradora, especialmente convocada para conhecer da operação, sempre que:”

6 “Art. 156. § 1º Ainda que observado o disposto neste artigo, o administrador somente pode contratar com a companhia em condições razoáveis ou equitativas, idênticas às que prevalecem no mercado ou em que a companhia contrataria com terceiros”.

acionista conhecer da operação em detalhes e votar de forma consciente: a proposta ou o contrato de compra, acompanhado de laudo de avaliação.

No caso de aquisição de sociedade mercantil por valor superior àquele dos parâmetros fixados, a lei confere ao acionista dissidente o direito de retirada (art. 256, § 2º⁷). Dessa forma, a lei de forma sistemática optou pelo princípio da informação plena e, em casos por ela apontados, protege o acionista minoritário por via do direito de retirada.

Aqui é importante notar que o § 1º do art. 256 sofreu uma alteração substancial com a Lei nº 9.457/97, tratando-se de aperfeiçoamento com relação ao princípio da informação plena e de qualidade e que transcrevo abaixo:

§ 1º A proposta ou contrato de compra deverá ser submetido à prévia autorização da assembléia-geral, ou à sua ratificação, sob pena de responsabilidade dos administradores, instruída com todos os elementos necessários à deliberação.” (Redação original).

“§ 1º A proposta ou o contrato de compra, **acompanhado de laudo de avaliação, observado o disposto no art. 8º, §§ 1º e 6º**, será submetido à prévia autorização da assembléia-geral, ou à sua ratificação, sob pena de responsabilidade dos administradores, instruído com todos os elementos necessários à deliberação. (Redação dada pela Lei nº 9.457/97 — grifei).

Dessa forma, quanto à aquisição de sociedade mercantil, a reforma de 1997 introduziu a obrigatoriedade de apresentação do laudo de avaliação, remetendo aos §§ 1º e 6º do art. 8º que tratam, respectivamente, do conteúdo do laudo de avaliação e da responsabilidade dos subscritores. Note-se que a lei **não** faz remissão ao § 5º do

7 “§ 2º Se o preço da aquisição ultrapassar uma vez e meia o maior dos três valores de que trata o inciso II do *caput*, o acionista dissidente da deliberação da assembléia que a aprovar terá o direito de retirar-se da companhia mediante reembolso do valor de suas ações, nos termos do art. 137, observado o disposto em seu inciso II”.

mesmo art. 8º que, por sua vez, remete aos §§ 1º e 2º do art.115 que tratam do conflito de interesses.

Assim, pelo princípio da legalidade, entendo que o art. 256, §1º, após a reforma de 1997, ao remeter somente aos §§ 1º e 6º do art. 8º, deixou clara a permissão para o acionista controlador votar na Assembleia Geral que deliberar a respeito do laudo de avaliação das ações objeto de aquisição em casos como o agora em comento.

Cabe à CVM apurar o exercício abusivo do poder de controle em suas diversas modalidades, como exemplifica a Instrução CVM nº 323/00, por determinação legal de proteger os investidores contra atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas (art. 4º, IV, “b”, 1ª parte, Lei nº 6.385/76). Tais comportamentos são considerados infração grave para os efeitos do art. 11, § 3º, da Lei nº 6.385/76, estando sujeitos às penalidades previstas em lei o acionista controlador, os administradores da companhia, os integrantes de seus órgãos técnicos ou consultivos, bem como quaisquer outras pessoas naturais ou jurídicas que tenham concorrido para a prática das condutas a que se refere a Instrução.

No caso concreto, a proposta da Companhia de criação de um Comitê Independente Especial para avaliar as transações com partes relacionadas é, no meu entender, de todo louvável e mesmo recomendável pela transparência que confere ao processo negocial e de formação do preço, a semelhança do preconizado no Parecer de Orientação CVM nº 35/08.

No entanto, entendo tratar-se de matéria ínsita à administração da Companhia no relacionamento com seus acionistas e com o mercado em geral e que não necessita de aprovação da CVM. Lembro que a adoção pela Companhia de tal procedimento não afasta a possibilidade daquele acionista que se sentir prejudicado ingressar em juízo com pedido de anulação do conclave.

Concluindo, em linha com a orientação geral da lei societária de “defesa do minoritário sem inibir o legítimo exercício do poder da maioria”, me manifesto no sentido de que o conflito de interesses de que trata o art. 115 da lei societária, via de regra, deve ser apreciado

ex-post, ou seja, o voto pode ser dado e a análise de sua validade é realizada posteriormente, devendo o acionista sempre votar no interesse da companhia e, destaque-se quanto ao acionista controlador, que a lei adicionalmente determina que seu voto considere, ainda, o interesse público.

Em resumo, além das razões já expostas no voto vencedor proferido em processo anterior; do dever do acionista controlador de votar consoante o disposto no art. 115, *caput*, e no art. 116, parágrafo único; da permissão legal à companhia contratar com o acionista controlador em condições equitativas e dos deveres dos administradores de contratar no interesse da companhia; da orientação contida na Exposição de Motivos à lei societária pela prevalência do princípio majoritário; dos direitos do acionista de fiscalizar e de ser informado; das proteções que a lei societária confere especificamente ao acionista minoritário; das razões de veto à introdução de parágrafos no art. 115, em 2001, e da alteração do art. 256, em 1997, sem que houvesse menção ao §5º do art.8º; o meu convencimento pela prevalência da apuração do conflito *ex post* se dá, ainda, pelo remédio que a lei prevê para o voto em conflito: o recurso ao Poder Judiciário para pleitear a anulação da AG por aquele acionista que se considerar prejudicado, no prazo prescricional de 2 anos.

Caso não seja acolhido tal entendimento ficarão as indagações de sempre: quem, *a priori*, diz que o acionista está em conflito? Quais os poderes do Presidente da Mesa na Assembleia Geral para dirimir o conflito suscitado?

Diante de todo o exposto, entendo, no caso concreto, que o controle do voto do acionista controlador deve se dar *ex-post e voto pela reforma do entendimento da SEP*.

É como Voto.

Rio de Janeiro, 09 de setembro de 2010.

Eli Loria

Diretor-Relator