



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM nº 19957.003175/2020-50

Reg. Col. nº 2007/20

Acusados: Jorge Eduardo Saraiva
Jorge Saraiva Neto
Olga Maria Barbosa Saraiva

Assunto: Apurar eventuais irregularidades em processo de aumento de capital social, em infração aos arts. 115, §1º; 153; 156 e 170 da Lei nº 6.404/1976; e ao art. 2º, IX do Anexo 30-XXXII da Instrução CVM nº 480/2009

Relator: Diretor Alexandre Costa Rangel

Voto: Diretor Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo

MANIFESTAÇÃO DE VOTO

1. Acompanho as conclusões expostas no muito bem fundamentado voto do Diretor Relator. Sem qualquer pretensão de exaurir o tema, entendo pertinente tecer considerações que julgo relevantes para análise de conflito de interesse, em especial quando examinado em caso de impedimento de voto do acionista em deliberações de assembleias.
2. A análise do conflito de interesses em voto do acionista em deliberação assemblear tem sido objeto de amplo debate doutrinário e no âmbito dos processos julgados pelo Colegiado desta Autarquia, que por diversas vezes oscilou quanto à aplicação das teorias *formalista* e *materialista* de conflito de interesses nas hipóteses previstas no §1º do art. 115 da Lei nº 6.404/76 (“LSA”)¹.
3. Ciente das brilhantes contribuições feitas, há quase dois séculos, por renomados doutrinadores nacionais e estrangeiros acerca da teoria aplicável nesses casos, com excelentes fundamentos para ambos os lados, apresento esta manifestação de voto a fim de expor algumas

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 assembleia-geral relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social e à aprovação de suas contas como administrador, nem em quaisquer outras que puderem beneficiá-lo de modo particular, ou em que tiver interesse conflitante com o da companhia.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

considerações pelas quais entendo que o conflito de interesses do acionista deve ser analisado sob a ótica material.

4. O §1º do artigo 115 da LSA prevê as quatro hipóteses de impedimento do acionista de voto nas deliberações assembleares: (i) aprovação do laudo de avaliação de bens com que concorre para a formação do capital social; (ii) aprovação de suas contas como administrador; (iii) matérias que puderem beneficiar o acionista de modo particular; e (iv) matérias em que tiver interesse conflitante com o da companhia.

5. Quanto à interpretação das duas primeiras hipóteses do §1º, é pacífico o entendimento de impedimento absoluto *ex ante*, que obstrui o acionista de exercer o seu direito de voto.

6. Com relação às terceira e quarta hipóteses do §1º, a LSA regula os casos de conflito de interesse como disciplina diversa das situações de impedimento objetivo de voto do acionista. Assim, estas duas disposições, de benefício particular do acionista e interesse conflitante deste com o da companhia, não trazem critérios objetivos e, portanto, não impedem que seja proferido um voto válido do acionista, que pode ser revisto em um exame *ex post* do caso concreto.

7. O conflito de interesse se caracteriza quando o interesse particular do acionista for colidente, antagônico, contrário e exercido em detrimento ao interesse social, e não apenas diferente ao da companhia².

8. Ademais, o §4º do art. 115 da LSA³ dispõe ser anulável a deliberação tomada “em decorrência do voto de acionista que tem interesse conflitante com o da companhia...”, sendo certo que o legislador optou por prescrever de forma expressa as hipóteses de proibição de votar *ex ante*,

² Segundo os ensinamentos de Carmem Alborch Bataller, o conflito de interesse apresenta as seguintes características: (i) a existência de uma situação oposta ou antagônica, objetiva e real entre os interesses do sócios e da sociedade; (ii) a existência de um nexo de causalidade entre o interesse extra-social ou privado do sócio em prejuízo do interesse social; (iii) o interesse extra-social ou particular do acionista ser próprio ou de terceiro; (iv) a natureza patrimonial do interesse do sócio em conflito; e (v) a irrelevância da intenção do sócio de causar dano à empresa e mesmo de seu conhecimento da existência de um conflito pessoal com a companhia. (BATALLER, Carmen Alborch El derecho de voto del accionista (supuestos especiales). Madrid Editorial Tecnos. 1977. pp. 262/264).

José Luiz Bulhões Pedreira, um dos coautores do anteprojeto da LSA, pontua que “[i]nteresse conflitante significa interesse oposto, contrário, incompatível ou colidente. Não é apenas interesse diferente ou distinto, que pode ser, inclusive, coincidente com o da companhia, ou complementar a este: é válido o voto proferido pelo acionista no interesse da companhia, ainda que na deliberação tenha outro interesse próprio, distinto do da companhia, desde que não seja com este conflitante” (Parecer elaborado no âmbito do Inquérito Administrativo CVM RJ nº 2002/1153. V. FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, 2002, v. 128, p. 231).

³ § 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.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

já estabelecendo a consequência da não abstenção em tais hipóteses como sendo a nulidade, e não anulabilidade, do voto.

9. Ao meu juízo, a opção do legislador pela necessária aplicação do conceito de conflito material se torna ainda mais evidente quando examinado o sistema da LSA que regula os grupos societários⁴ e, invariavelmente, transações entre partes relacionadas⁵⁻⁶, pois, devido à dinamicidade de suas atividades, sobretudo ante a atual realidade societária brasileira, não poderiam funcionar sem a tomada, quase que diária, de inúmeras decisões em potencial conflito de interesse.

10. A atual dinâmica empresarial, somada aos avanços tecnológicos e a um mercado cada vez mais competitivo, impõe que as tomadas de decisões sejam realizadas de forma rápida e ágil. Assim, uma avaliação *ex ante* das situações com potencial conflito de interesses pode causar efeitos deletérios na gestão das companhias⁷, ou até mesmo priva-las de oportunidades

⁴ Sobre o assunto, Viviane Muller Prado afirma que: “utilizando-se de metáforas, Ulrich Immenga afirma que, atualmente, a sociedade por ações não representa mais uma estrela independente, mas compõe uma galáxia (Company systems and affiliation, p.3)”. (PRADO, Viviane Muller. Conflito de Interesses nos Grupos Societários. São Paulo: Quartier Latin, 2006. P. 19, nota de rodapé nº 7)

⁵ Conforme leciona Viviane Muller Prado: “2.2 A participação da sociedade em um grupo não retira a sua condição de pessoa jurídica, com organização, interesses e patrimônio próprios. Para assegurar a autonomia da sociedade e garantir que os seus negócios sejam conduzidos conforme o seu interesse social, aplica-se a regra de conflito de interesses. Esta impõe limites à atuação do controlador e dos administradores da controlada. Ocorre que a rígida interpretação de tal regra, em especial conforme o critério formal e *a priori*, pode inviabilizar o funcionamento das estruturas grupais.

2.3 A política grupal pode se concretizar mediante a realização de operações e contratos entre sociedades do mesmo grupo. Para não viabilizar o funcionamento dos grupos, primeiramente pressupõe-se a interpretação substancial e *a posteriori* do disposto no art. 115, § 1º, última parte, da Lei 6.404/1976.” (PRADO, Viviane Muller. Conflito de Interesses nos Grupos Societários. São Paulo: Quartier Latin, 2006. P. 255 e 256)

⁶ A análise sob a ótica do conflito material permite discutir efetivamente o interesse da companhia. Não por acaso, as transações em que uma parte negocia consigo mesmo, em *self dealing*, tem como crivo o “entire fairness test” em cortes como Delaware, tribunal notoriamente especializado no assunto nos Estados Unidos. A parte interessada pode, então, demonstrar que a transação é resultado de “fair dealing” e reflete um “fair price.” (GOSHEN, Zohar. The Efficiency of Controlling Corporate Self-Dealing: Theory Meets Reality. In: California Law Review. Vol 91. 2º Ed. 2003). Este raciocínio pode ser encontrado em outras jurisdições, como no caso Foncière D’or vs. T-Rex Holding Invest B.V., em que os acionistas propuseram medida judicial alegando que o acionista controlador havia aprovado deliberação em benefício de seu controlador indireto, mas a corte encerrou o caso sob o fundamento de que a demandante não conseguiu demonstrar que: (i) foi privado de qualquer informação relevante sobre o negócio; (ii) a companhia havia deixado de aproveitar negócio mais vantajoso; e (iii) o controlador violou algum procedimento ou direito na condução dos negócios. Caso número 200.312.046/01. J. 21.07.2022. Disponível em: <https://deeplink.rechtspraak.nl/uitspraak?id=ECLI:NL:GHAMS:2022:2217>

⁷ Neste sentido, o Diretor Relator Alexsandro Broedel Lopes, que defendeu a teoria do conflito formal, no caso Tractebel, ressaltou o seguinte: “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



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

empresariais, o que geraria graves ineficiências⁸⁻⁹. No meu entendimento, não foi esta a intenção do legislador.

11. Vislumbro, portanto, que o controle material do conflito de interesses também propicia uma maior eficiência econômica, sem prejuízo de os acionistas minoritários eventualmente lesados se socorrerem ao Poder Judiciário ou à arbitragem para pleitearem a anulação do voto e/ou respectivo ressarcimento de eventuais prejuízos oriundos do voto proferido em conflito de interesses.

12. Dessa forma, com base em uma análise sistemática e histórica da lei societária brasileira, me alio à posição majoritária da doutrina no sentido de que se deve realizar uma análise *ex post* do impedimento de voto do acionista nas duas hipóteses finais do §1º do art. 115 da LSA.

13. Organizei o meu voto em cinco seções: **(i)** direito ao voto do acionista; **(ii)** interpretação histórica e sistemática da LSA; **(iii)** evolução e garantias da tutela dos direitos dos minoritários; **(iv)** decisões da Comissão de Valores Mobiliários e do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional; e **(v)** conclusão.

I. Direito ao voto do acionista

14. O voto, no direito societário, consiste na manifestação unilateral do acionista acerca da sua vontade quanto à uma decisão coletiva a ser tomada pela sociedade. Nas palavras de Alfredo Lamy Filho, o direito de voto “*é instrumento para que cada acionista possa tomar parte na ação comum, contribuindo para a formação da vontade social*”¹⁰. Isto é, consiste no poder político do acionista influenciar na condução da atividade empresarial desenvolvida pela sociedade.

15. No entanto, uma das finalidades da criação da sociedade anônima foi possibilitar a captação de recursos da poupança popular — dinheiro das pessoas em geral — para o desenvolvimento, de

exacerbada da posição formalista pode, eventualmente, fechar os olhos para soluções interessantes que o mercado apresente, de acordo com cada caso concreto.” (Processo Administrativo nº RJ 2009-13179, j. em 09.09.2010).

⁸ Conforme as palavras do Diretor Marcos Barbosa Pinto em seu voto proferido no âmbito do Processo Administrativo CVM nº RJ2009/13179, j. em 09.09.2010.

⁹ Relevante o trecho do voto do Ministro Aldir Passarinho Junior no âmbito do Recurso Especial 131.300 – RS: “Na verdade, na sociedade comercial há conflitos de interesses e de força, prevalecendo a força do capital, porque isso é inerente à natureza da sociedade. Não existindo um interesse estritamente colidente de um acionista em relação à própria empresa, não há razão para se afastar da votação o acionista, no caso, o majoritário, ficando muito difícil se gerir uma sociedade, porque a todo momento se poderia interpretar que tal ou qual atitude deste acionista estaria ou não colidindo com o interesse daquela, quando é ele, por ter a maioria do capital, quem toma as decisões.” (STJ, 4ª Turma, Recurso Especial nº 131.300 – RS, Rel: Min. Cesar Asfor Rocha, j. em 29/8/2000, DJ. em 20/11/2000).

¹⁰ LAMY FILHO, Alfredo. A Lei das S.A. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p. 292.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

forma organizada e profissional, de atividades econômicas. Nesse contexto, aparece a figura do acionista investidor, cujo objetivo central é usufruir de rendimentos a serem gerados pela sociedade, e não participar de forma ativa da condução dos negócios sociais.

16. Consoante se inferia do Decreto nº 434 de 1891 e, depois, do Decreto-lei nº 2.627 de 1940 que o revogou, o legislador brasileiro estabeleceu que o direito de voto não constitui um direito essencial e intangível do acionista. Ao editar, em 1976, a Lei nº 6.404, o legislador manteve tal entendimento¹¹, conforme se constata da ausência de tal direito no rol do art. 109¹².

17. A lei societária vigente manteve a possibilidade de se estabelecer diferentes espécies e classes de ações, conferindo, via de regra, o direito de voto à todas as ações. No entanto, a redação do art. 111 da LSA, que trata das ações preferenciais, é expressa ao prever, desde que determinadas vantagens econômicas sejam atribuídas, a possibilidade de deixar de conferir a tais ações “*alguns dos direitos reconhecidos às ações ordinárias, inclusive o de voto, ou conferi-lo com restrições*”, ainda que tais limitações e restrições não possam ser estabelecidas de forma absoluta, conforme se compreende do §1º do dispositivo mencionado¹³.

18. Nos termos do *caput* do art. 115 da LSA, o direito de voto deverá ser exercido, sempre, no interesse da companhia. Em outras palavras, o legislador estabeleceu — como princípio basilar do direito de voto — a prevalência do interesse da sociedade sobre o interesse individual do acionista. Segundo Fabio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho, “*a todo poder correspondem deveres e responsabilidades próprias, exatamente porque se trata de um direito-função, atribuído ao*

¹¹ Sobre o assunto, cabe transcrever trecho da Exposição de Motivos da Lei nº 6.404/1976: “Seção II - Direitos Essenciais - O Projeto mantém a enumeração dos direitos essenciais da lei em vigor, mas amplia o direito de preferência para a subscrição de ações (art. 109, nº IV), estendendo-o aos bônus de subscrição e às partes beneficiárias e debêntures conversíveis em ações, pois a emissão desses títulos também pode ser (e já tem sido) usada pela maioria como instrumento de diluição dos acionistas minoritários. Esse direito está regulado nos artigos 172 e 173”. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/aceso-a-informacao-cvm/institucional/sobre-a-cvm/EM196Lei6404.pdf>

¹² Art. 109. Nem o estatuto social nem a assembléia-geral poderão privar o acionista dos direitos de: I - participar dos lucros sociais; II - participar do acervo da companhia, em caso de liquidação; III - fiscalizar, na forma prevista nesta Lei, a gestão dos negócios sociais; IV - preferência para a subscrição de ações, partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição, observado o disposto nos artigos 171 e 172; V - retirar-se da sociedade nos casos previstos nesta Lei.

¹³ Art. 111. O estatuto poderá deixar de conferir às ações preferenciais algum ou alguns dos direitos reconhecidos às ações ordinárias, inclusive o de voto, ou conferi-lo com restrições, observado o disposto no artigo 109. § 1º As ações preferenciais sem direito de voto adquirirão o exercício desse direito se a companhia, pelo prazo previsto no estatuto, não superior a 3 (três) exercícios consecutivos, deixar de pagar os dividendos fixos ou mínimos a que fizerem jus, direito que conservarão até o pagamento, se tais dividendos não forem cumulativos, ou até que sejam pagos os cumulativos em atraso.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

titular para a consecução de finalidade precisas”¹⁴.

19. Ou seja, a lei societária não proibiu o acionista de votar com base em interesse próprio, contanto que tal interesse seja compatível com o interesse comum na realização do objeto social¹⁵.

20. Nesse sentido, todo voto que contrariar tal princípio básico, “*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*” (LSA, art. 115, *caput*), é considerado abusivo.

21. Com efeito, não obstante se tratar de um importante instrumento conferido aos acionistas, o direito de voto — legítimo e fundamental — pode ser limitado em situações específicas, desde que expressamente previsto em lei ou por ato de liberalidade entre particulares.

II. Interpretação histórica e sistemática da LSA

22. Conforme já apontado no item 4 deste voto, o § 1º, do art. 115 da LSA prescreve as quatro hipóteses em que o acionista está impedido de votar nas deliberações de assembleia geral.

23. De modo geral, como antecipado acima, não há na doutrina e na jurisprudência divergência de entendimento no sentido de que, em ocorrendo quaisquer das duas primeiras hipóteses (“i” e “ii”), fica caracterizado o impedimento absoluto do exercício do direito de voto pelo acionista¹⁶, estando impedido, *ex ante*, de votar, tendo em vista o princípio de que ninguém pode julgar em causa própria.

24. Por outro lado, o mesmo não se pode dizer da terceira e quarta hipóteses, sobretudo em razão dos conceitos indeterminados dos termos empregados pelo legislador (“benefício particular” e “conflito de interesses”), motivo pelo qual o tema é objeto de tempestuosos debates¹⁷.

¹⁴ O poder de controle na sociedade anônima. 5ª Ed. GEN, Editora Forense, 2008. p 363.

¹⁵ “O acionista pode votar segundo seu interesse próprio, desde que esse interesse não seja conflitante, mas compatível, com o interesse da companhia: o interesse da companhia na lei brasileira serve como regra de dever de atuar contida no direito de voto, como finalidade cuja realização o acionista deve sempre buscar no exercício de seu direito” (LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Direito das companhias. 2ª Ed. GEN, Editora Forense, 2017. p. 296).

¹⁶ Neste sentido, o Parecer de Orientação CVM nº 34, de 18/08/06, afirma que: “A polêmica não alcançou, contudo, a vedação ao voto na aprovação do laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social e aprovação de suas próprias contas como administrador. Essas hipóteses estão expressamente previstas no art. 115, § 1º, da Lei 6.404/76. Nesses casos, não há dúvida, seja na doutrina jurídica, seja nas decisões da CVM, de que o acionista (que integralizará o capital ou que seja administrador, conforme o caso) está previamente impedido de votar.

¹⁷ “O conflito formal se verifica apenas nas duas primeiras hipóteses previstas na parte inicial do art. 115, § 1º, quando a Lei das S.A. afirma que ‘o acionista não poderá votar nas deliberações da assembleia geral relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social e à aprovação de suas contas, como administrador (...)’. As demais, constantes da parte final do dispositivo (‘nem em quaisquer outras que puderem beneficiá-lo de modo particular, ou em que tiver interesse conflitante com o da companhia’), dizem respeito a conflito



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

25. De todo modo, no presente processo, a análise será limitada à parte que toca ao conflito de interesses.
26. Inspirada em conceitos adotados na legislação estrangeira¹⁸⁻¹⁹, a lei societária brasileira trata conflito de interesse como disciplina distinta das situações de proibição objetiva de voto ao acionista²⁰.
27. Com efeito, para o interesse particular do acionista ser caracterizado como conflitante, não basta que seja distinto do interesse social, mas efetivamente incompatível ou colidente com

substancial, daí a necessidade de verificar, *in concreto*, se há benefício particular para o sócio, contrastante com o interesse da companhia, ou conflito de interesses.” (PENTEADO, Mauro Rodrigues. Reorganização operacional e societária. Ação Declaratória de nulidade de deliberações do Conselho de Administração de S.A. Suposto conflito de interesses. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. Malheiros: São Paulo, v. 146, abr/jun. 2007, p. 253)

¹⁸ No que se refere à conflito de interesses, a lei societária brasileira inspirou-se em conceitos das legislações alemã e italiana, incorporando, inclusive, redação semelhante.

O art. 2.373 do Código Civil Italiano prevê a hipótese de proibição ao voto (“Divieto di voto”) e de conflito de interesse: “Conflito d’interesi. — Il diritto di voto non può essere esercitato dal socio nelle deliberazioni in cui egli há, per conto próprio o di terzi, um interesse in conflitto com quello della società. In caso d’inosseranza della disposizione del comma precedente la deliberazione qualora possa recare danno alla società, è impugnabile a norma dell’art. 2.377 se, senza il voto dei soci che avrebbero dovuto astenersi dalla votazione, non si sarebbe raggiunta la necessaria maggioranza.” Em tradução livre: Conflito de interesses. O direito de voto não pode ser exercido pelo sócio em deliberações em que tenha por conta própria ou de terceiros um interesse em conflito com o da sociedade. Em caso de inobservância desse dispositivo que possa causar danos à sociedade, é impugnável, nos termos do art. 2.377, se sem o voto do sócio que deveria abster-se da votação não se teria formado a maioria necessária.

Já a lei de sociedade por ações alemã (*Aktiengesetz*) determina a proibição do exercício de voto, conforme dispõe o § 136, *Abs.* 1, que, em tradução livre, dispõe: “Ninguém pode exercer o direito de voto, por si mesmo ou por outra pessoa, quando uma decisão for tomada a respeito de sua própria exoneração, ou de ser dispensado ou liberado de uma obrigação, ou do exercício de um direito que a sociedade deva fazer valer contra o sócio votante”.

O § 243, *Abs.* 2, do mesmo diploma trata da anulação das deliberações: “a anulação pode também basear-se no fato de um acionista, no exercício do direito de voto, ter tentado obter vantagens particulares para si ou para terceiros em detrimento da sociedade ou de outros acionistas e a deliberação for apta para servir a este propósito” – em tradução livre.

¹⁹ Sobre o tema, Francesco Galgano aponta que “*Ocorre conflito de interesses entre o sócio e a sociedade quando o sócio se encontra na condição de ser titular, diante de uma determinada deliberação, de um duplo interesse: do seu interesse de sócio e, por outro lado, de um interesse externo à sociedade; e esta duplicidade de interesses é tal que ele, o sócio, não pode realizar um sem sacrificar o outro interesse. Todavia a simples duplicidade de interesses em um mesmo sujeito, por si só, não implica situação de conflito no sentido técnico. As duas posições de interesse podem ser de solidariedade entre eles: o sócio pode realizar o próprio interesse sem prejudicar o interesse da sociedade*” (Trattato di Diritto Commerciale e di Diritto Pubblico Dell’Economia, Defam Padova, 1988, v. 7, p. 251 - traduzido).

²⁰ Segundo as palavras de Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França: “nas hipóteses de *proibição de voto*, a lei alemã, com base em precisas circunstâncias formais, estabelece um controle *ex ante* de legitimidade do voto; violada a proibição, decorre a *consequência juris* da nulidade do voto e da anulabilidade da deliberação, se o voto for decisivo para a formação da maioria. Já no que tange ao *conflito de interesses*, há um controle *ex post*: torna-se necessária uma indagação relativamente ao mérito da deliberação, para a qual foi decisivo o voto do acionista, a fim de apurar se efetivamente ocorreu a incompatibilidade entre os seus interesses e o interesse da companhia, com prejuízo ao menos potencial para esta última (ou seja, cabe apurar se houve abuso no exercício do direito de voto)” (Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa. São Paulo: Malheiros, 2009, pgs. 337/338).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

este²¹⁻²².

28. O próprio legislador brasileiro definiu, na Exposição de Motivos da Lei nº 6.404/76, conflito de interesses como uma “*matéria delicada*” e defendeu a edição de uma lei societária com redação mais genérica, de modo a deixar “*à prática e à jurisprudência margem para a defesa do minoritário sem inibir o legítimo exercício do poder de maioria, no interesse da companhia e da empresa*”²³.

29. Em se tratando de norma de caráter genérico e abstrato, não vislumbro um impedimento, *ex ante*, baseado em eventual existência de conflito de interesses em tais hipóteses²⁴. Ao meu ver, a opção do legislador de não definir expressamente os critérios objetivos de apuração da existência de tal conflito — até porque não seria possível prever, de antemão, todas as hipóteses em que o interesse particular do acionista esteja antagônico ao interesse da companhia — foi justamente no sentido de garantir que esta avaliação seja realizada por meio de exame circunstanciado de cada caso, calcado em um controle *ex post factum*.

²¹ Nessa mesma linha, cabe transcrever voto do Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos no Inquérito Administrativo CVM nº TA-RJ2002/1153, j. em 06.11.2002: “*Em outras palavras, não basta que haja uma duplicidade de interesses no voto do acionista. Para que se caracterize o conflito de interesses mencionado na lei, tal duplicidade deve implicar obrigatoriamente um choque de interesses, uma colisão entre o interesse social e o do acionista, de modo que um não poderia prevalecer sem o sacrifício do outro*”.

²² Segundo Bartolomeo Quatraro: “*V'è conflitto di interessi, fra socio e società solo quando il primo si trovi nella condizione di essere portatore, di fronte ad una data delibe razione, di un duplice interesse: del suo interesse di socio ed, inoltre, di un interesse esterno alla società e questa duplicità di interessi è tale per cui egli non può realizzare l'uno se non sacrificando l'altro interesse (cioè l'interesse della società); ne consegue che non v'è conflitto quando l'interesse del socio coesiste, senza contrapporsi con quello so ciale*”. Em tradução livre: Só existe conflito de interesses entre sócio e sociedade quando aquele se encontra na condição de ser portador, face a determinada deliberação, de um duplo interesse: do seu interesse de sócio e, ainda, de um interesse externo ao da sociedade e essa duplicidade de interesses é tal que ele não pode realizar um a não ser sacrificando o outro interesse (isto é, o interesse da sociedade); assim não há conflito quando coexiste o interesse do acionista, sem contrastar com o social”. (QUATRARO, Bartolomeo. Le operazioni sul capitale; aumenti e riduzioni del capitale sociale, prestiti obbligazionari, azioni proprie. Milano, Giuffrè, 1994. p. 615).

²³ “O artigo 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 de maioria, no interesse da companhia e da empresa.” Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/aceso-a-informacao-cvm/institucional/sobre-a-cvm/EM196Lei6404.pdf>

²⁴ Neste sentido, cabe citar trecho do Voto proferido pelo Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos no Inquérito Administrativo CVM Nº TA-RJ2002/1153, julgado em 06 de novembro de 2002: “44. Em minha opinião, quando há referência genérica, que me parece ser o melhor sistema, o tratamento deve ser aquele agasalhado pela remansosa doutrina e jurisprudência (i.e. substancial, colidente, estridente, não formal, etc...), pois dada a subjetividade da avaliação e a largueza do conceito, parece-me impensável que a avaliação primeira do conflito de interesse fosse de outra pessoa que não o acionista interessado, pois só ele poderá, antes mesmo de proferir o voto, avaliar se está em conflito de interesses ou não com a companhia na deliberação, inclusive porque somente ele sabe o teor do voto que proferirá, até mesmo em razão de o conflito poder resultar de uma situação que nem transpareça formalmente, mas onde ainda assim exista o conflito”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

30. Afinal, o § 4º do art. 115 da LSA prescreve ser anulável — e não nula — a deliberação tomada em decorrência de voto de acionista em interesse conflitante com o interesse social. Caso o legislador entendesse que o acionista estivesse, *ex ante*, proibido de votar em situações de conflito de interesses, a norma teria estabelecido a nulidade (e não anulabilidade) do voto.

31. Nada impede que o acionista, de maneira legítima, faça uso do seu direito de voto para atingir, eventualmente, um interesse pessoal, desde que o faça sem sacrificar o interesse social²⁵.

32. Nesse sentido, entendo que o impedimento *a priori* de votar em situação de possível conflito de interesses vai de encontro ao princípio da presunção da boa-fé, eis que se presume que o acionista em posição conflitada tomará medidas em prejuízo da companhia, em descumprimento à obrigação legal de votar em conformidade com o interesse social²⁶⁻²⁷.

33. Aliás, a Lei nº 13.874/19, conhecida como Lei da Liberdade Econômica, dispõe expressamente, em seu art. 3º, inciso V, ser direito de toda pessoa física e jurídica “gozar de presunção de boa-fé nos atos praticados no exercício da atividade econômica, para os quais as dúvidas de interpretação do direito civil, empresarial”, o que reforça, a meu ver, a corrente material do conflito de interesses²⁸.

34. De igual modo, o impedimento absoluto do direito de votar nessas situações esbarra no princípio majoritário — um dos pilares do direito societário²⁹ —, na medida em que o acionista

²⁵ Endossando o entendimento, Marcelo Lamy Rego esclarece: “(...) Nada impede que o acionista sacrifique seu interesse pessoal, estranho à comunhão, em prol do interesse social - que está obrigado por lei a satisfazer. A presunção deve ser a de que o acionista vá agir de acordo com a lei e não o contrário, com o bom senso pode nos fazer crer em algumas situações” (REGO, Marcelo Lamy. Direito das Companhias, 1º vol., 1º Ed. Forense, 2009, p. 425)

²⁶ Como bem pontuado pelo então Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos, em seu voto proferido no Inquérito Administrativo CVM n RJ2002/1153: “[s]eria como imaginar que devemos manter preso alguém que pode vir a cometer um crime, preventivamente, antes que qualquer crime seja cometido, apenas para evitar que ele possa eventualmente vir a cometer este crime”.

²⁷ A atenção ao princípio da boa-fé não tem limite no seu aspecto subjetivo, ausência de má-fé, mas abrange seu sentido objetivo, lealdade nas relações, o que foi positivado, quase trinta anos depois da LSA, no art. 422 do Código Civil de 2002. A boa-fé já determinava a interpretação dos negócios jurídicos, consoante o art. 113 do mesmo diploma. Cito aqui entendimento do STJ: “O princípio da boa-fé objetiva, em matéria societária, deve ser interpretado à luz das práticas do mercado de capitais, títulos e valores mobiliários e dos princípios e normas que as informam, todos extraídos das leis especiais que regem esse mercado”. (REsp n. 1.162.117/SP, relator Ministro João Otávio de Noronha, relator para acórdão Ministro Raul Araújo, Quarta Turma, julgado em 4/9/2012, DJe de 20/11/2014.)

²⁸ Em comparação com o direito público, o Código de Processo Civil utiliza o impedimento para diversos participantes do processo, incluindo o juiz, como forma proteger a imparcialidade do processo de cognição a fim de resultar numa decisão justa e resposta legítima à pretensão das partes. O impedimento, que na literalidade também parece absoluto, é interpretado pelos tribunais com rigorosa análise, aplicando o princípio da instrumentalidade das formas e exigindo comprovação do dano consecutório, em deferência ao princípio *pas de nullité sans grief*.

²⁹ Segundo os ensinamentos de Francesco Galgano em sua clássica obra sobre a história do princípio majoritário nas deliberações: “[A] maioria nada mais é do que o resultado de um cálculo aritmético; metade mais um dos votos faz



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

controlador é quem mais aportou capital na sociedade (possuindo maior alinhamento de interesses com a companhia que os acionistas minoritários, haja vista ser o maior afetado economicamente com o desempenho daquela sociedade) e via de regra possui mais *expertise* sobre os negócios, é excluído do processo de formação da vontade social³⁰.

35. O conflito de interesse, pois, nem sempre é tão claro, de modo que seja possível constatar a sua existência de forma eminentemente objetiva, a ponto de tolher o exercício de direito fundamental do acionista de votar, o que evidencia a importância em se analisar cada situação de forma particular, verificadas as peculiaridades de cada caso.

36. A propósito, na ocasião da reforma da LSA³¹, em 2001, houve uma tentativa de inclusão de novos parágrafos no artigo 115³², no sentido de garantir aos acionistas minoritários detentores de determinado percentual de participação do capital social, competência para convocar assembleia geral para deliberar quanto à existência de conflito de interesses a fim de impedir o acionista conflitado de exercer seu direito de voto.

37. Entretanto, os dispositivos foram objeto de veto pelo então Presidente da República, sob a seguinte justificativa:

"A necessidade de se vetar os parágrafos acima transcritos [§ 5º ao § 10 do art. 115] decorre de manifesto conflito com o interesse público, em razão da constatação de que a

com que a vontade ou a opinião de uma parte prevaleça sobre a vontade ou opinião de outra parte. E esta aritmética também pode ser tomada como um valor absoluto: não é este ou aquele voto que decide, exclamou Honoré-Gabriel de Mirabeau na assembleia constituinte nascida da Revolução Francesa, mas "a comparação da soma daqueles que dizem sim com a soma daqueles que dizem não". (GALGANO, Francesco. La forza del numero e la legge della ragione – Storia del principio di maggioranza. Bologna: Editora Il Mulino, 2007, p-93 – em tradução livre).

³⁰ Marcelo Lamy Rego pontua que "[c]omo observa SOPRANO (1914, p.130), são duas as regras que norteiam as decisões da Assembleia Geral: que a vontade manifestada pelo acionista não pode ser considerada como tendente à tutela do particular, mas ao interesse social – no momento da formação da vontade coletiva todas as vontades dos sócios são, ou se presume que sejam, dirigidas por um interesse coletivo; e que, na divergência das vontades particulares, a vontade da maioria prevaleça sobre a vontade da minoria (princípio majoritário)" (REGO, Marcelo Lamy. Direito das Companhias, 1º vol., 1º Ed. Forense, 2009, p. 402)

³¹ Por meio da Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001.

³² "§ 5º Poderá ser convocada assembleia-geral para deliberar quanto à existência de conflito de interesses e à respectiva solução, por acionistas que representem 10% (dez por cento), no mínimo, do capital social, observado o disposto no parágrafo único, alínea c, parte final, do art. 123. § 6º A assembleia a que se refere o § 5º também poderá ser convocada por titulares de ações com direito a voto que representem, no mínimo, 5% (cinco por cento) do capital votante. § 7º No curso da assembleia-geral ordinária ou extraordinária, os acionistas a que se refere o § 6º poderão requerer que se delibere sobre a existência de conflito de interesses, não obstante a matéria não constar da ordem do dia. § 8º Decairão do direito de convocar a assembleia de que trata o § 5º os acionistas que não o fizerem no prazo de 30 (trinta) dias, contado da data em que tiverem ciência inequívoca do potencial conflito de interesses. § 9º Caso a assembleia-geral, por maioria de votos, delibere haver conflito de interesses, deverá especificar as matérias nas quais o acionista em situação de conflito ficará impedido de votar. § 10. A assembleia especificada no § 9º poderá delegar, com a concordância das partes, à arbitragem a solução do conflito." (sic)



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

assembléia para deliberação acerca da existência de conflito de interesses de que tratam os citados dispositivos se afigura inócua em termos de proteção ao acionista minoritário. 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.

Em realidade, as regras acima enfocadas trariam, na prática, apenas confusão, podendo, inclusive, servir para supostamente confirmar a inexistência de um conflito cuja presença caberia ao Poder Judiciário avaliar, ou mesmo para motivar um aumento de ações judiciais envolvendo o controvertido tema de que se cuida.”³³ (grifei).

38. Dessa forma, com base em uma análise sistemática e histórica da lei societária brasileira, me alio à posição majoritária da doutrina no sentido de que se deve realizar uma análise *ex post* do impedimento de voto do acionista nas duas últimas hipóteses do §1º do art. 115 da LSA.

III. Evolução e garantias da tutela dos direitos dos minoritários

39. Importante destacar que a teoria do conflito material, de forma alguma, causa um eventual desamparo aos demais acionistas em face de deliberação social em que o interesse da companhia foi prejudicado por um voto em conflito.

40. A própria LSA, em sua redação original, já traz previsão neste sentido nos §§ 3º e 4º do art. 115. Nestes casos, restando a companhia inerte, a demanda pode ser proposta por acionista ou grupo de acionistas constituindo 5% do capital social, em que se substituiu a legitimidade ativa da companhia contra o administrador ou acionista controlador³⁴

41. Posteriormente, a Lei nº 10.303/01 incluiu o §3º no art. 109, permitindo a utilização da arbitragem como uma alternativa para a resolução de conflitos societários. O instrumento tornou-se mais eficaz com a inclusão do art. 136-A pela Lei nº 13.129/15, que passou a obrigar todos os acionistas quando a cláusula estiver incluída no estatuto da companhia³⁵.

³³ Mensagem nº 1.213, de 31 de outubro de 2001, da Subchefia para Assuntos Jurídicos da Casa Civil. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/Mensagem_Veto/2001/Mv1213-01.htm

³⁴ REsp n. 1.214.497/RJ, relator Ministro João Otávio de Noronha, relator para acórdão Ministro Raul Araújo, Quarta Turma, julgado em 23/9/2014, DJe de 6/11/2014.

³⁵ Os acionistas e o mercado também podem vir a obter reparação em decorrência da mobilização do Ministério Público, da CVM ou de associação que tenha entre suas finalidades institucionais objeto correlato, conforme a legitimidade concedida nas Leis n. 7.347/85, n. 7.913/89 e 8078/90. A Ação Civil Pública claramente é um instrumento similar às ações coletivas americanas, *class actions*, reguladas pela *Federal Rule 23*, aplicada, por exemplo, no ajuizamento de ação contra a Petrobrás em favor dos titulares de *American Depositary Receipts* que tinha como fundamento o dano a investidores em virtude de *fraud on the Market*. São exemplos de casos similares: Banco Panamericano (TJSP, 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, Apelação 1089065-29.2013.8.26.0100, Rel.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

42. Aliás, percebe-se um aumento significativo do número de acionistas minoritários buscando, por variadas razões (inclusive, por alegado conflito de interesses), reparação em face de acionistas controladores — ou mesmo da própria companhia, em casos específicos — com o crescimento da arbitragem no Brasil.
43. Dado o caráter célere, confidencial e especializado do instituto, a B3 estabeleceu, com exceções dos segmentos Básico e Nível I, a obrigatoriedade das companhias listadas nos demais segmentos da bolsa aderirem à Câmara de Arbitragem do Mercado para a resolução de conflitos.
44. Os atuais meios de comunicação permitem uma maior articulação entre acionistas minoritários, o que impulsionou o surgimento das chamadas arbitragens coletivas³⁶, relevantes instrumentos de tutela coletiva de direitos dos acionistas no mercado de capitais brasileiro³⁷.
45. Além disso, o desenvolvimento do *litigation finance* (financiamento de litígios por terceiros) no Brasil consiste em importante ferramenta de acesso à justiça ou às câmaras arbitrais, para acionistas minoritários, eis que possibilita buscarem indenização por danos causados por acionistas controladores mediante o custeio do procedimento arbitral ou judicial por terceiro (muitas vezes fundos de investimentos especializados) atrelado a uma porcentagem de retorno referente ao benefício econômico a ser possivelmente auferido.
46. No mesmo sentido, as mídias sociais, que abrangem todos os canais utilizados para compartilhar conteúdo e possibilitar a interação entre as pessoas, propiciou um enorme incremento do ativismo societário, que, como comumente veiculado, foi relevante na divulgação das demandas a serem propostas por acionistas em sede arbitral ou no Judiciário.
47. A própria CVM editou, em 2022, a Resolução nº 80, que dispõe sobre o registro e a prestação de informações periódicas e eventuais dos emissores de valores mobiliários admitidos à

Ramon Mateo Júnior, j. 10.04.2015.); ABN/Banco Real (TJSP, 5.ª Câmara de Direito Privado, Apelação Cível 9247433-87.2005.8.26.000, Rel. Christine Santini, j. 23.11.2011; Embargos Infringentes 9247433-87.2005.8.26.0000/50002, Rel. Moreira Viegas, j. 28.08.2013.); Cobrasma (TJSP, 1.ª Câmara de Direito Privado, Apelação Cível 94/431-4/4, Rel. Des. Elliot Akel, j. 30.05.2000.); OGX (Decisão da 7.ª Vara Empresarial da Justiça Estadual do Rio de Janeiro, Processo 0085670-76.2015.8.19.0001 (2015.8.19.0001), Sentença 15.05.2016, Juiz Fernando Cesar Ferreira Viana.); Arapuã (Ação Civil Pública 0015278- 16.2004.403.6100 e Processo Administrativo sancionado da CVM: PAS 31/00.); LAEP (5.ª Vara Cível da Justiça Federal de São Paulo, Ação Civil Pública 005926-19.2013.403.6100).

³⁶ Instituto que se aproxima das “class actions” norte-americanas.

³⁷ Cabe ressaltar a análise realizada pelo Desembargador Cesar Ciampolini, no âmbito da Tutela Cautelar Antecedente nº 2090011-46.2020.8.26.0000: “A admissibilidade do procedimento arbitral coletivo, portanto, merece reflexão (...) Reflexão acerca, por exemplo, do estímulo para que frutifiquem entre nós ações coletivas, com o fito de pacificação social, uniformidade na distribuição do direito, etc. Trata-se da incessante busca de se ter um direito processual eficaz, ligado aos direitos materiais e às garantias que deve concretizar. No caso do mercado de capitais, vital para a economia do País, as ações coletivas são, realmente, de se cogitar. (...) Plausível possa haver a arbitragem coletiva”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários, que prevê, especificamente no seu Anexo I, o que se considera demanda societária e as informações relevantes a serem prestadas envolvendo todo processo judicial ou arbitral cujos pedidos estejam, no todo ou em parte, baseados em legislação societária ou do mercado de valores mobiliários, ou nas normas editadas pela CVM.

48. Assim, é flagrante a relevante evolução das garantias do direito dos acionistas minoritários e em geral de buscar reparação de eventuais danos causados por acionistas controladores, na medida em que diversos obstáculos anteriormente existentes foram removidos ou se tornaram diminutos pelos avanços acima citados.

IV. Decisões da CVM e do CRSFN

49. A partir do exame dos precedentes da CVM ao longo dos últimos 20 anos, não é possível concluir pela adoção de uma corrente específica, seja material ou formal, de forma clara e consistente em seus julgamentos. De todo modo, entendo que o exame de tais precedentes contribui significativamente para o amadurecimento da interpretação do §1º do art. 115 da LSA, ao registrarem um percurso de juízo: os pressupostos, os fundamentos e suas conclusões.

50. Em apertada síntese, aqueles que defendem a teoria formalista argumentam que o acionista em situação de conflito está impedido, em controle prévio, de votar em virtude de um interesse extrassocial que viciaria sua vontade e, por consequência, seu voto³⁸.

51. Os defensores da teoria materialista, por sua vez, entendem ser descabido presumir um vício na vontade do acionista, sob o fundamento de ser necessário verificar se o voto proferido efetivamente contraria o interesse social, de modo que o controle só pode ser realizado *ex post facto*. Este entendimento procura privilegiar o direito de voto dos acionistas, parte necessária do princípio majoritário, e a presunção da boa-fé, no sentido de que, não obstante possuírem interesses individuais, acionistas podem votar sem prejuízo do interesse da companhia³⁹.

52. De modo a ilustrar o acima disposto, destaco os casos mais paradigmáticos enfrentados pela CVM e pelo CRSFN nos últimos vinte anos⁴⁰:

³⁸ Foram defensores desta corrente os Diretores Alessandro Broedel Lopes, Norma Parente, Otávio Yazbek, Marcos Barbosa Pinto, Luciana Dias, Pablo Renteria, Roberto Tadeu Antunes Fernandes, Gustavo Borba, Henrique Machado bem como Presidentes Maria Helena Santana, Leonardo Gomes Pereira e Marcelo Barbosa.

³⁹ Entre seus principais defensores estiveram Luiz Leonardo Cantidiano, Luiz Antonio Sampaio Campos, Wladimir Castelo Brando Castro, Eli Loria e Gustavo Gonzalez.

⁴⁰ Outros casos também apreciados pela CVM:

Caso Ambev: Em 16.12.2004, foi julgado recurso contra decisão da área técnica, no âmbito do Processo RJ2004/5494, em que o Colegiado examinou a alienação de controle da Companhia de Bebidas da América – Ambev via permuta



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

de ações com a Interbrew S.A. A controvérsia residiu no direito de voto dos controladores da Ambev em relação à deliberação de incorporação da Labatt Brewing Canadá Holding Ltd., pois a Ambev havia se obrigado perante a Interbrew de votar favoravelmente.

Também por maioria, o Colegiado posicionou-se no sentido de que o conflito de interesses seria material e, portanto, o controle deveria ser exercido *ex post*. A Diretora Norma Parente, vencida, reiterou em seu voto que o conflito de interesses seria formal, em razão da incorporação da sociedade não poder ser analisada separadamente da operação de permuta de ações, persistindo o conflito de interesses.

Caso Eneva: Em 25.08.2015, a CVM analisou a consulta administrativa RJ-2015-5021 formulada pela FIA Dinâmica, acionista minoritário da Eneva S.A. – Em Recuperação Judicial, sobre deliberação relativa ao aumento de capital desta. Em especial, se havia impedimento dos acionistas Eike Batista e a empresa alemã E.ON em relação ao aumento de capital com aporte de ativos da E.ON na companhia.

Segundo o acionista minoritário, a E.ON, na qualidade de credora da Eneva e detentora de ativos que nela seriam aportados, obteria benefício particular na deliberação do aumento de capital, e Eike Batista possuiria interesse conflitante com o da companhia, por força de suas relações com os principais credores da companhia, além de estar impedido de votar em virtude de regra constante de acordo de acionistas celebrado com a E.ON.

A área técnica da CVM entendeu que a E.ON teria aprovado indiretamente o laudo de avaliação dos seus próprios bens em razão de uma Carta de Confirmação de Apoio em que o BTG e Petra se comprometeram a aprovar o laudo de avaliação dos bens da E.ON e esta aprovaria o laudo de avaliação dos bens da BTG e Petra.

Com base principalmente na teoria formalista, o Colegiado da CVM, por unanimidade, concluiu que não ficou comprovada a existência de hipótese legal de impedimento de voto hábil a proibir Eike Batista de votar nas deliberações e, por maioria, que a E.ON estaria impedida de votar.

Caso Emae: Em 14.07.2017, foi examinado o Processo CVM nº RJ 19957.005749/2017-29, que tinha como objeto o exercício de voto do Estado de São Paulo em assembleia geral da Empresa Metropolitana de Águas e Energia S.A. – EMAE no tocante a deliberação sobre proposta de acordo entre a EMAE e a Companhia de Saneamento Básico de São Paulo, a qual é controlada pelo Estado de São Paulo, em uma solução relativa à indenização decorrente do fornecimento de recursos hídricos de uma para a outra. O Relator Presidente Leonardo Pereira adotou a teoria formal e entendeu que a existência de conflito de interesses seria evidente. Declarou haver, no caso, interesses externos envolvidos que poderiam comprometer a imparcialidade do acionista, caracterizando a existência de um conflito de interesses.

O Diretor Pablo Renteria conceituou o conflito de interesses sempre que houver interesse oposto ou paralelo ao da companhia, desde que flagrante, acompanhando os fundamentos do Presidente Relator. O conflito de interesses não se limitaria aos contratos em que uma das partes é o próprio acionista, podendo ser aplicado às suas controladas, direta ou indiretamente. O Diretor Henrique Balduino Machado Moreira acompanhou seu voto.

O Diretor Gustavo Borba também se alinhou à teoria formal. No entanto, apesar de concluir pela existência de um conflito de interesses potencial, em razão do Estado de São Paulo ser o único titular de ações com direito a voto na EMAE, não haveria qualquer situação de impedimento de voto.

O Diretor Gustavo Machado Gonzalez proferiu voto divergente da maioria, filiando-se à corrente substancialista. Desta forma, votou pela possibilidade do exercício do direito de voto pela Emae.

Por maioria, prevaleceu no Colegiado da CVM a teoria formalista, ao identificarem o conflito de interesses em razão da existência, no caso, de interesses externos envolvidos que poderiam comprometer a imparcialidade do acionista.

Caso JBS: Em 29.08.2017, foi examinado pelo Colegiado o Processo CVM 19957.007563/2017-12, em que o BNDES Participações S.A., acionista da JBS. S.A., apresentou pedido de interrupção do curso do prazo de antecedência de convocação de assembleia geral extraordinária. Entre seus fundamentos, que em relação ao item “v” da ordem do dia, dois acionistas seriam beneficiários diretos dos contratos de indenidade a serem firmados pela JBS, evidenciando um impedimento de voto decorrente de um conflito de interesses.

área técnica desta Autarquia entendeu que embora o conflito de interesses em si não enseje a interrupção do curso do prazo da AGE, o objetivo do art. 124, §5º, II, da Lei nº 6.404/76 é evitar a ocorrência de deliberações irregulares. Assim, a CVM, em sendo possível, deveria se manifestar sobre o impedimento de voto, permitindo aos acionistas a oportunidade de tomar decisões mais bem refletidas.

No entanto, o Colegiado, por unanimidade, evidenciou uma inclinação pela teoria material, ao entender que as informações presentes no caso não permitiram concluir pelo impedimento de voto, necessitando aprofundamento das questões de fato e de direito da matéria. Para o momento, restaria aos próprios acionistas avaliar se estão em situação de conflito de interesses com relação às deliberações em questão, devendo, se for o caso, absterem-se de exercer seu



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

Caso TIM

53. Em 19.12.2001, foi julgado o PAS CVM nº RJ2001/4977, que tinha como objeto o exercício do direito de voto da acionista controladora direta, Tele Sul Celular Participações S.A., em assembleia geral da CTMR Celular S.A. que deliberou sobre negócio jurídico entre a controladora indireta, Telecom Itália Mobile, e a companhia.

54. Filiando-se à corrente da teoria formal, o Colegiado, por maioria⁴¹, condenou a acionista controladora pelo exercício do direito de voto em potencial conflito de interesses. A Diretora Relatora Norma Jonssen Parente — acompanhada pelo Diretor Wladimir Castelo Branco de Castro e o Presidente José Luiz Osório de Almeida Filho — fundamentou sua decisão considerando que a acionista controladora figuraria nos dois lados da relação contratual, em negócio consigo mesmo, e por não ter sido demonstrado aos demais acionistas que o contrato atendia condições equitativas e comutativas.

55. Ao apreciar o recurso interposto, o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (“CRSFN”) manteve a decisão da CVM. No voto vencedor do Conselheiro Edson Garcia, restou decidido que seria possível conciliar as duas teorias existentes (formal e material): podendo a avaliação do conflito ser feita *a priori*, pelo próprio acionista, ou *a posteriori*, após o voto, quando arguido por outro acionista.

Caso Previ

56. Em 06.11.2002, foi julgado o PAS CVM nº RJ2002/1153, que teve como objeto o exercício

direito de voto na AGE.

Posteriormente, em 17.04.2018, foi examinado pelo Colegiado o Processo 19957.010393/2017-45, consistente em consulta formulada pelo BNDES Participações S.A. sobre a legalidade do exercício de voto pelas companhias acionistas controladas pelo Srs. Wesley e Joesley Batista nas matérias voltadas à adoção de medidas de responsabilização de acionistas controladores e administradores da JBS e inclusão de cláusula estatutária prevendo a possibilidade de celebração de contratos de indenidade pela JBS S.A.

A área técnica novamente concluiu pela existência de impedimento de voto das companhias controladas pelos interessados em potencial conflito com a JBS S.A.

O Colegiado, por unanimidade, não conheceu a consulta, por ausência de previsão legal, ressaltando que prevaleceria em relação à matéria o entendimento manifestado pela área técnica que concluiu, em resposta à consulta, que havia impedimento de voto das companhias controladas para participar de eventual deliberação para propositura de ação em desfavor de seus controladores.

⁴¹ Vencido, o Diretor Marcelo Trindade concordou com o impedimento de voto, mas considerando a ocorrência de benefício particular e não de conflito de interesses. Em seu entendimento, as hipóteses perceptíveis de benefício ao acionista, não extensível aos demais ou a companhia não se enquadrariam, *strictu sensu*, em conflito de interesses. Ao apresentar voto de divergência, votando pela absolvição da acionista controladora, o Diretor Luiz Antônio de Sampaio Campos sustentou que deveria ser adotada a teoria do conflito material, também discordando da questão do benefício particular apontada pelo Diretor Marcelo Trindade, privilegiando o direito de exercício do direito de voto do acionista.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

do direito de voto de dois acionistas indiretos, a Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil e a Fundação Sistel de Seguridade Social, em assembleia da Tele Norte Leste que deliberou sobre um contrato de prestação de serviços gerenciais a ser celebrado entre a Telemar Participações, companhia nas quais os acionistas tinham participação, e companhias controladas pela Tele Norte Leste.

57. Por maioria, a CVM absolveu os acusados, prevalecendo a corrente materialista de conflito de interesses⁴².

58. Ao julgar o recurso de ofício, o CRSFN reformou a decisão, fazendo prevalecer a teoria do conflito formal.

Caso Tractebel

59. Em 09.09.2010, a CVM analisou a Consulta CVM nº RJ2009/13179, formulada pela Tractebel Energia S.A., sobre a possibilidade de o seu acionista controlador GDF Suez Energy Latin America Participações Ltda. votar em deliberação sobre transação de compra de 100% das ações da Suez Energia Renovável S.A. também controlada pelo seu controlador.

60. Adotando a teoria do conflito formal, o Colegiado, por maioria⁴³, entendeu que a

⁴² O Presidente Luiz Leonardo Cantidiano entendeu que se a deliberação não puder beneficiar o acionista de modo particular ou se seu interesse extrassocial estiver sintonizado com o interesse social, ele poderá votar. No caso, julgou que os interesses não eram conflitantes.

O Diretor Luiz Antônio Sampaio Campos divergiu quanto à abrangência do conceito de conflito de interesse, reafirmando seu entendimento de que o conflito deve ser substancial, efetivo e inconciliável. Ponderou, ainda, que deve prevalecer o princípio da presunção de boa-fé em favor do acionista, não se podendo concluir antecipadamente sobre a intenção de votar em desfavor da companhia.

O Diretor Wladimir Castelo Branco Castro sustentou que o conflito deve ser analisado a posteriori, após a ocorrência efetiva do voto abusivo ou, no caso específico, em conflito com os interesses da companhia.

A Diretora Relatora Norma Jonssen Parente, que restou vencida, fundamentou sua decisão com base na teoria do conflito formal, ratificando seu entendimento que conflito deve ser compreendido em sentido lato: “[a] lei sequer permite que se discuta a significância do conflito. Simplesmente, havendo conflito, proíbe o voto”. Diferenciou o voto em conflito do voto abusivo, o qual, este sim, demandaria uma análise substancial do voto, enquanto na situação de conflito, a lei teria instaurado uma proibição cautelar do exercício do poder de voto, concluindo pela inadmissibilidade do exercício do voto em razão do interesse decorrente de possuírem participação acionária, ainda que minoritária, na Tele Norte Leste e na Telemar, condenando-os.

⁴³ O Diretor Relator Alexsandro Broedel Lopes, seguindo a teoria do conflito formal e considerando aspectos informacionais, partiu da premissa de que existia assimetria informacional entre controlador e os minoritários no caso analisado e que o impedimento legal do acionista interessado, especialmente quando controlador, força um equilíbrio entre acionistas ao forçá-lo a elaborar uma proposta que atenda minimamente os interesses dos demais acionistas. Ou seja, o impedimento incentiva um equilíbrio informacional como consequência. Ainda que seja analisado caso a caso, cita interpretação de Fábio Konder Comparato ao apontar que “o conflito de interesses pode ser verificado tanto a priori, nos casos em que se possa ser facilmente evidenciado, quanto a posteriori, mas situações em que não transpareça de maneira reluzente”. Assim, o acionista não poderia participar de deliberação sobre contrato em que é parte. O Diretor Otavio Yazbek também se filiou à corrente formal.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

controladora direta estaria impedida de votar, apesar da Tractebel ter criado um comitê especial independente, na forma prevista no Parecer de Orientação CVM nº 35, com o objetivo de mitigar a questão do potencial conflito de interesses.

Caso Eletrobrás

61. Em 26.05.2015, foi julgado o PAS CVM nº RJ2013/6635 que tratou o exercício de voto pela União Federal na deliberação pela renovação das concessões de geração e transmissão de energia elétrica das companhias controladas pela Eletrobrás⁴⁴.

62. Aplicando a teoria formalista, o Colegiado, por unanimidade⁴⁵, entendeu que a União Federal votou em conflito de interesses, violando o art. 115, §1º, da LSA.

63. Em sede de recurso, o CRSFN, por maioria⁴⁶, com voto de qualidade da Presidente Ana

O Diretor Marcos Barbosa Pinto, também seguindo a teoria formal, entendeu que a celebração de um contrato entre o acionista e a companhia caracterizaria a um só tempo benefício particular e conflito de interesses. Entre seus fundamentos, defendeu que a escolha da lei pelo impedimento a priori de voto existiria para prevenir prejuízos à companhia na situação em que haja um risco de que o acionista atue no interesse próprio em um contexto que as demandas judiciais não responsabilizariam os acionistas em tempo razoável. Entre seus fundamentos econômicos, sustentou que não há razão para que os acionistas minoritários votem contrariamente às matérias que sejam do interesse da companhia, em resposta a um dos argumentos utilizados pela teria material, de que a limitação de voto teria um efeito deletério nas sociedades por ações.

A Presidente Maria Helena Santana apresentou declaração de voto também se posicionando pela aplicação da corrente formal, apontando que a situação de contratar com a companhia, ainda que em condições comutativas, constitui um benefício particular, não extensível aos demais acionistas, e, por consequência, torna o acionista impedido de votar. Por fim, vencido, o Diretor Eli Loria sustentou que o conflito de interesses deve ser analisado posteriormente ao exercício do voto, com base na interpretação sistemática da LSA: “é permitido ao acionista controlador votar desde que se atenha aos deveres do art. 115, caput, e do art. 116, parágrafo único, e, faltando a esse dever, o voto abusivo é anulável e, caso tenha sido determinante, a própria deliberação será anulável”.

⁴⁴ Na ocasião, a totalidade dos votos favoráveis à renovação foi proferida pela União e por empresas sob o seu controle, enquanto quase a totalidade dos acionistas minoritários presentes foram contrários.

⁴⁵ A Relatora Diretora Luciana Dias, acompanhada pelos demais integrantes do Colegiado (Diretores Pablo Renteria, Roberto Tadeu Antunes Fernandes e o Presidente Leonardo Gomes Pereira), apontou que a deliberação em análise tratou de contrato entre partes relacionadas, em que o acionista está em posição oposta à da companhia, o que configuraria o impedimento de voto por conflito de interesses.

⁴⁶ Conforme o voto do Relator Flávio Maia Fernandes dos Santos, a análise do art. 115, no caso, exigia uma interpretação sistemática com o art. 238, de forma que, “tanto sob a perspectiva do conflito formal de normas, quanto do substancial, tem-se que obrou com acerto a União ao exercer o direito/dever de votar na forma em que fez na referida AGE da Eletrobrás”.

Na mesma oportunidade, o Conselheiro Sérgio Cipriano dos Santos declarou: “Em primeiro lugar, apesar de entender que a Teoria do Conflito Formal é aplicável, não considero que a aplicação dela permita uma decisão diferente daquela apresentada no voto do Conselheiro Relator, ou seja, o provimento ao recurso da União”.

O Conselheiro Alexandre Henrique Graziano, por sua vez, manteve a decisão da CVM: “a satisfação do interesse público não pode ser invocada como razão para afastar o impedimento de votar do acionista controlador de sociedade de economia mista em uma situação de conflito de interesses”

Eu, na qualidade de Conselheiro, tive a possibilidade de me posicionar na oportunidade, e, após exame do caso sob a ótica da teoria do conflito material, decidi pela manutenção da decisão da CVM. Também votaram pela manutenção da decisão da CVM os Conselheiros Carlos Portugal Gouvêa e Thiago Paiva Chaves.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

Maria Melo Netto Oliveira, reverteu a decisão da CVM, concluindo pela improcedência da acusação. Conforme o voto do Relator Flávio Maia Fernandes dos Santos, a análise do art. 115, no caso, exigia uma interpretação sistemática com o art. 238, de forma que, *“tanto sob a perspectiva do conflito formal de normas, quanto do substancial, tem-se que obrou com acerto a União ao exercer o direito/dever de votar na forma em que fez na referida AGE da Eletrobrás”*.

Caso Linx

64. Em 13.11.2020, foi julgado o Processo CVM nº 19957.005563/2020-75, consistente em recurso interposto contra decisão da área técnica que tinha como objeto o exercício de voto de três acionistas, na assembleia geral extraordinária da Linx S.A. nas deliberações acerca de operação de incorporação de ações da Linx S.A. pela STNE Participações S.A. considerando a celebração de contratos de indenização por não concorrência e da proposta de contratação com os acionistas recorrentes⁴⁷.

65. Seguindo a teoria formal, o Colegiado, por maioria⁴⁸, concluiu pela inocorrência da hipótese de benefício particular ou de conflito de interesses apto a gerar impedimento de voto dos acionistas recorrentes.

Caso Cyrela (FII Grand Plaza)

66. Em 25.05.2021, foi julgado o Processo CVM nº 19957.00837/2021-11, referente a recurso interposto contra decisão da área técnica que entendeu que a cotista majoritária estaria em conflito de interesses ao votar em assembleia de cotistas nas deliberações relativas à cisão de fundo de investimento, parte de uma reestruturação proposta pelos cotistas minoritários em resposta à

⁴⁷ Em que pese o impedimento da área técnica tenha concentrado seu fundamento na existência de benefício particular e o art. 115, § 1 da LSA, o Colegiado trouxe importantes observações sobre a aplicação do mesmo artigo em situações de conflito de interesses.

⁴⁸ O Diretor Henrique Balduino Machado Moreira considerou os recorrentes impedidos, pois, ainda que se desconsiderasse a análise do eventual benefício particular, verificou, no caso, a incidência do conflito formal quanto ao potencial interesse conflitante entre os recorrentes e a Linx S.A.

O Presidente Marcelo Barbosa e a Diretora Flávia Perlingeiro apresentaram divergência, apontando que o benefício particular deve ocorrer na qualidade de acionista e resultar na quebra da isonomia de tratamento, bem como ter relação direta com a deliberação, de modo que não haveria benefício particular no caso, apenas contraprestação, e uma vez que não existia flagrante contraposição entre os interesses dos recorrentes e o interesse social, não teria ficado configurado um conflito de interesses apto a gerar impedimento por parte dos recorrentes, sem prejuízo de eventual controle *a posteriori* do voto efetivamente manifestado em face do interesse social.

O Diretor Alexandre Rangel acompanhou este entendimento da inexistência de benefício particular no caso, mas acrescentou que ainda que a LSA não autoriza o impedimento *a priori* de acionista na hipótese de conflito de interesses, ainda que flagrante.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

potencial risco tributário. A Receita Federal teria autuado o fundo como pessoa jurídica, aplicando entendimento que um fundo imobiliário está sujeito à mesma tributação das pessoas jurídicas caso aplique recursos em empreendimento imobiliário que tenha como incorporador, construtor ou sócio, cotista com mais de 25% de suas cotas.

67. O Colegiado, por maioria⁴⁹, reformou a decisão da área técnica com fundamentos da teoria material de conflito de interesses, permitindo o exercício do direito de voto pela cotista majoritária na referida deliberação.

68. Como já adiantado, não se consolidou uma jurisprudência pacífica sobre o tema. Há votos que prevaleceram muito bem fundamentados que adotaram a teoria formal e outros, também vencedores, que se fundamentam na teoria material do conflito de interesses.

IV. Conclusão

69. A análise histórica e sistemática da LSA, somada aos princípios majoritário e presunção de boa-fé e o fortalecimento dos meios de tutela reparatória dos direitos dos acionistas minoritários no mercado de capitais brasileiro não se coaduna com a adoção de uma análise formal no tocante ao impedimento de voto por acionistas nas hipóteses ora analisadas do §1º do art. 115 da LSA, razão pela qual adoto a teoria materialista de conflito de interesses.

70. Por todo o exposto, acompanho os fundamentos e as conclusões do Diretor Relator e voto pela absolvição dos Acusados.

É como voto.

Rio de Janeiro, 16 de agosto de 2022.

⁴⁹ O Diretor Alexandre Rangel discordou integralmente da área técnica. Em seus fundamentos, destacou a importância do princípio majoritário e observou que as limitações ao direito de voto, incluindo aqui o impedimento, são exceções e, nessa qualidade, devem ser interpretadas restritivamente. O inciso VI do §1º do art. 24, da Instrução 472/2008, com redação que guarda imensa similaridade com a parte final §1º do artigo 115 da LSA, não autorizaria o impedimento a priori do exercício do direito de voto. Não haveria conflito de interesses no caso e o administrador fiduciário não teria qualquer direito ou dever de impedir o exercício de direito de voto por cotista. Cabe apenas ao próprio cotista suscitar seu conflito de interesses.

O Presidente Marcelo Barbosa manifestou-se no sentido de que não ficou demonstrado no caso que os interesses seriam necessariamente contrapostos, incompatíveis ou inconciliáveis. Também concordou que caberia ao cotista reconhecer a situação de conflito de interesses e seu impedimento.

Em divergência com os demais membros do Colegiado, a Diretora Flávia Perlingeiro, vencida, concordou com a área técnica ao entender que havia potencial conflito de interesses, situação apta a gerar impedimento de voto da cotista majoritária. Observou, também, que seria possível fazer uso do art. 24, §2º, inciso II, da ICVM 472/2008, mecanismo que permitiria que os cotistas não conflitados deliberassem pelo afastamento do impedimento.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo

Diretor