



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 19957.008172/2021-93

Reg. Col. nº 2789/23

- Acusados:** Constantino de Oliveira Junior
Joaquim Constantino Neto
Ricardo Constantino
- Assunto:** Apurar eventual atuação em conflito de interesses, em violação ao art. 115, §1º, da Lei nº 6.404/1976, em assembleias gerais extraordinárias que deliberaram sobre a propositura de ação de responsabilidade contra administradores
- Relator:** Diretor Alexandre Costa Rangel
- Voto:** Diretor Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo

MANIFESTAÇÃO DE VOTO

1. Acompanho integralmente o bem lançado voto do Diretor Relator. Como já me manifestei em outras oportunidades¹, entendo, necessário, contudo, apresentar algumas considerações que julgo relevantes quanto à análise de conflito de interesses, sobretudo 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”)².
3. Ciente das brilhantes contribuições feitas, há quase dois séculos, por renomados doutrinadores nacionais e estrangeiros acerca da teoria aplicável nesses casos, com excelentes

¹ PAS CVM nºs 19957.003175/2020-50 e 19957.004392/2020-67, ambos julgados em 16.08.2022.

² 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

fundamentos para ambos os lados, apresento esta manifestação de voto a fim de expor algumas 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 interesses 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 companhia³.

8. Ademais, o §4º do art. 115 da LSA⁴ dispõe ser anulável a deliberação tomada “em decorrência do voto de acionista que tem interesse conflitante com o da companhia (...)”, sendo

³ 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).

⁴ § 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

certo que o legislador optou por prescrever de forma expressa as hipóteses de proibição de votar *ex ante*, 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 societários⁵ e, invariavelmente, transações entre partes relacionadas⁶⁻⁷, 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 companhias⁸, ou até mesmo priva-las de oportunidades

⁵ 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 n° 7)

⁶ 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 inviabilizar 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)

⁷ 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>

⁸ Neste sentido, o Diretor Relator Alessandro 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 ineficiências⁹⁻¹⁰. 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*”¹¹. 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

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).

⁹ 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.

¹⁰ 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).

¹¹ 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

de recursos da poupança popular — dinheiro das pessoas em geral — para o desenvolvimento, de 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 entendimento¹², conforme se constata da ausência de tal direito no rol do art. 109¹³.

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 mencionado¹⁴.

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*

¹² 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>

¹³ 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.

¹⁴ 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”¹⁵.

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 social¹⁶.

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 acionista¹⁷, 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 debates¹⁸.

¹⁵ O poder de controle na sociedade anônima. 5ª Ed. GEN, Editora Forense, 2008. p 363.

¹⁶ “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).

¹⁷ 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.

¹⁸ “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



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 estrangeira¹⁹⁻²⁰, a lei societária brasileira trata conflito de interesse como disciplina distinta das situações de proibição objetiva de voto ao acionista²¹.

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

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 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)

¹⁹ 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'inosservanza 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.

²⁰ 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).

²¹ 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

este²²⁻²³.

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*”²⁴.

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 hipóteses²⁵. 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*.

²² 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*”.

²³ 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 sociale*”. 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).

²⁴ “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/acao-a-informacao-cvm/institucional/sobre-a-cvm/EM196Lei6404.pdf>

²⁵ 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 social²⁶.
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 social²⁷⁻²⁸.
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 interesses²⁹.
34. De igual modo, o impedimento absoluto do direito de votar nessas situações esbarra no princípio majoritário — um dos pilares do direito societário³⁰ —, na medida em que o acionista

²⁶ 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)

²⁷ 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”.

²⁸ 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.)

²⁹ 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*.

³⁰ 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 social³¹.

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 LSA³², em 2001, houve uma tentativa de inclusão de novos parágrafos no artigo 115³³, 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).

³¹ 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)

³² Por meio da Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001.

³³ “§ 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.*³⁴ (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 controlador³⁵

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 companhia³⁶.

³⁴ 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

³⁵ 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.

³⁶ 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



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 coletivas³⁷, relevantes instrumentos de tutela coletiva de direitos dos acionistas no mercado de capitais brasileiro³⁸.
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

Panamericano (TJSP, 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, Apelação 1089065-29.2013.8.26.0100, Rel. Ramon Mateo Júnior, j. 10.04.2015.); ABN/Banco Real (TJSP, 5ª 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, 1ª Câmara de Direito Privado, Apelação Cível 94/431-4/4, Rel. Des. Elliot Akel, j. 30.05.2000.); OGX (Decisão da 7ª 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 (5ª Vara Cível da Justiça Federal de São Paulo, Ação Civil Pública 005926-19.2013.403.6100).

³⁷ Instituto que se aproxima das “class actions” norte-americanas.

³⁸ 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

prestação de informações periódicas e eventuais dos emissores de valores mobiliários admitidos à 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 voto³⁹.

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 companhia⁴⁰.

52. Fato é que, apesar do entendimento deste Colegiado variar ora pelo conflito formal, ora

³⁹ 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.

⁴⁰ Entre seus principais defensores estiveram Luiz Leonardo Cantidiano, Luiz Antonio Sampaio Campos, Wladimir Castelo Brando Castro, Eli Loria e Gustavo Gonzalez.



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

pelo conflito material⁴¹, é possível observar a prevalência, nos últimos processos administrativos

⁴¹ De modo a ilustrar o acima disposto, destaco os casos mais paradigmáticos enfrentados pela CVM e pelo CRSFN nos últimos vinte anos:

Caso TIM

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.

Filiando-se à corrente da teoria formal, o Colegiado, por maioria, condenou a acionista controladora pelo exercício do direito de voto em potencial conflito de interesses. A Diretora Relatora Norma Jonsen 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.

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

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

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

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

Caso Tractebel

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.

Adotando a teoria do conflito formal, o Colegiado, por maioria, entendeu que a 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

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 Eletrobrás.

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

Em sede de recurso, o CRSFN, por maioria, com voto de qualidade da Presidente Ana 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

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



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

sancionadores julgados, ainda que de forma não unânime, da interpretação do conflito de interesses material⁴².

V. Conclusão

53. Pelo exposto, concluo que as hipóteses de conflito de interesses do art. 115, §1º, da Lei nº 6.404/1976 devem ser interpretadas de acordo com a tese material.

54. De modo a não tornar essa manifestação de voto desnecessariamente repetitiva, concordo com os argumentos apresentados pelo Diretor Relator em relação às deliberações das ações de responsabilidade previstas no art. 159, no sentido de que existem razões sistemáticas adicionais na Lei nº 6.404/1976 que corroboram a adequação da tese material e autorizam o entendimento de que o acionista/administrador pode votar em tais deliberações, e que o acionista/administrador que decida votar em deliberações relativas à propositura da ação de responsabilidade do art. 159 da LSA deve se desincumbir do ônus de provar que o voto proferido ocorreu no melhor interesse da companhia.

55. Nesse sentido, voto pela absolvição dos Acusados.

É como voto.

Rio de Janeiro, 23 de maio de 2023.

Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo

Diretor

S.A. considerando a celebração de contratos de indenização por não concorrência e da proposta de contratação com os acionistas recorrentes .

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

Caso Cyrela (FII Grand Plaza)

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 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.

O Colegiado, por maioria, 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.

⁴² Cf. (i) PAS CVM nº 19957.003175/2020-50, j. 16.08.2022; (ii) PAS CVM nº 19957.004392/2020-67, j. 16.08.2022; e (iii) PAS CVM nº 19957.009294/2017-11, j. 04.04.2023.