

Conflito de Interesses

Notas para uma eventual reforma

Gustavo Gonzalez

Diretor



As opiniões expostas ao longo desta apresentação são de minha exclusiva responsabilidade e não necessariamente refletem o posicionamento oficial da Comissão de Valores Mobiliários – CVM



Conflito de interesses: Dois possíveis enfoques

- **Que regra temos?**

- A velha disputa entre conflito material x conflito formal

- **Que regra queremos ter?**

- O atual regime é adequado?*
- Caso não seja, como deve ser a nova disciplina da matéria?

- **Foco nas transações com partes relacionadas**

* Tive a oportunidade de discorrer em mais detalhes sobre esse ponto no voto que proferi no Processo CVM 19957.005749/2017-29: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2017/20170926/0728_DGG.pdf



G20/OCDE: Princípios de Governança Corporativa

2.F. Related-party transactions should be approved and conducted in a manner that ensures proper management of conflict of interest and protects the interest of the company and its shareholders.

1. Conflicts of interest inherent in related-party transactions should be addressed.

The potential abuse of related party transactions is an important policy issue in all markets, but particularly in those where corporate ownership is concentrated and corporate groups prevail. Banning these transactions is normally not a solution as **there is nothing wrong per se with entering into transactions with related parties, provided that the conflicts of interest inherent in those transactions are adequately addressed, including through proper monitoring and disclosure.** This is all the more important where significant portions of income and/or costs arise from transactions with related parties.



G20/OCDE: Princípios de Governança Corporativa (cont.)

Jurisdictions should put in place an **effective framework** for clearly flagging these transactions. They include broad but **precise definitions** of what is understood to be a related party as well as rules to **disregard some of these transactions when they are not material** because they do not exceed ex ante thresholds, can be regarded as recurrent and taking place at verifiable market terms or taking place with **subsidiaries where no specific interest of a related party is present**.

Once the related party transactions have been identified, jurisdictions set procedures for approving them in a manner that **minimizes their negative potential**. In most jurisdictions, **great emphasis is placed on board approval**, often with a prominent role for independent board members, or a requirement for the board to justify the interest of the transaction for the company. **Shareholders may also be given a say in approving certain transactions, with interested shareholders excluded**.



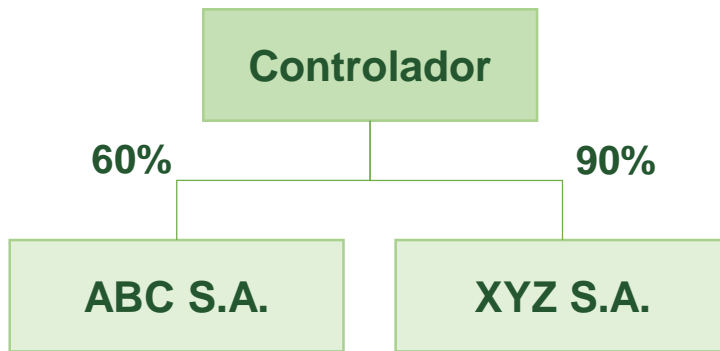
G20/OCDE: Princípios de Governança Corporativa (cont.)

2. Members of the board and key executives should be required to disclose to the board whether they, directly, indirectly or on behalf of third parties, have a material interest in any transaction or matter directly affecting the corporation.

Members of the board, key executives and, in some jurisdictions, controlling shareholders have an obligation to inform the board where they have a business, family or other special relationship outside of the company that could affect their judgement with respect to a particular transaction or matter affecting the company. (...) Where a material interest has been declared, it is **good practice for that person not to be involved in any decision involving the transaction or matter and for the decision of the board to be specifically motivated against the presence of such interests** and/or to justify the interest of the transaction for the company, notably by mentioning the terms of the transaction.



Banco Mundial: Doing Business



ABC S.A.:

- Companhia aberta
- Conselho de Administração
 - 5 membros
 - Controlador
 - 2 membros por ele indicados
 - 2 membros independentes

Premissas sobre a operação:

- XYZ S.A. opera uma cadeia de lojas de material de construção
 - Recentemente fechou diversas lojas
- Controlador propõe que ABC adquira a frota de caminhões novos de XYZ para expandir sua operação
 - Compradora concorda
- O preço da operação equivale a 10% dos ativos da Compradora e está acima do valor de mercado
- Operação é celebrada. Todas as aprovações necessárias são obtidas e todas as divulgações exigidas são feitas
- Não houve fraude na celebração da operação, que causa prejuízos à companhia
- Minoritários processam o controlador e os executivos que aprovaram a operação



Banco Mundial: Doing Business

Qual o órgão responsável pela autorização?	<ul style="list-style-type: none">▪ <i>CEO sozinho (0 pts)</i>▪ CA ou Assembleia Geral, com o controlador autorizado a votar (1 pt)▪ CA, com o controlador proibido de votar (2 pt)▪ Assembleia Geral, com o controlador proibido de votar (3 pts)
Algum ente externo (ex. auditor independente) deve revisar a transação?	<ul style="list-style-type: none">▪ <i>Não (0 pt)</i>▪ Sim (1 pt)
O controlador precisa informar ao conselho de administração?	<ul style="list-style-type: none">▪ Não (0 pt)▪ Sim – apenas informação sobre a existência do interesse conflitante (1 pt)▪ <i>Sim – informação completa sobre os interesses de James na operação (2 pt)</i>



Banco Mundial: Doing Business

A operação precisa ser imediatamente divulgada para o público, para o regulador ou para os acionistas?

- Não (0 pt)
- Sim – apenas informação sobre as condições do negócio, mas não sobre a existência do interesse conflitante (1 pt)
- *Sim – informação completa (2 pt)*

A operação precisa ser divulgada nas informações periódicas?

- Não (0 pt)
- *Sim – apenas informação sobre as condições do negócio, mas não sobre a existência do interesse conflitante (1 pt)*
- Sim – informação completa (2 pt)

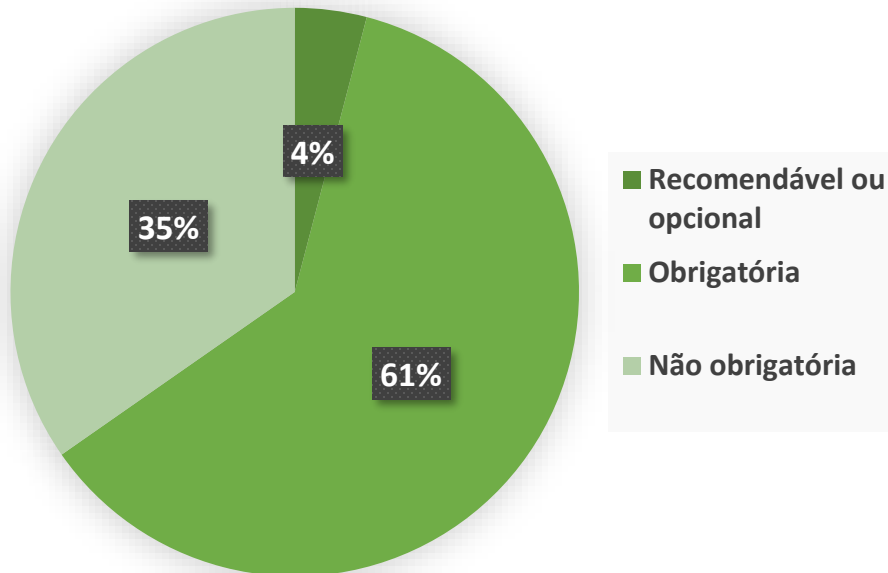
Em itálico, as notas dadas para o Brasil em cada um dos quesitos

- **A nota do Brasil nesse quesito é 5, dentre 10 pontos possíveis**
- O objetivo deve ser uma nota 10? Pessoalmente, entendo que não necessariamente. É preciso chegar a uma solução equilibrada, adequada às características de cada país



OECD Corporate Governance Factbook 2019

Aprovação, pelo **Conselho de Administração**, de certas transações com partes relacionadas



Condições:

Abstenção dos Conselheiros interessados

Obrigatória	Recomendada	Não obrigat.
28 (57,1%)	0	21 (42,9%)

Revisão pelos conselheiros independentes/ comitê de auditoria

Obrigatória	Recomendada	Não obrigat.
18 (36,7%)	7 (14,3%)	24 (49,0%)

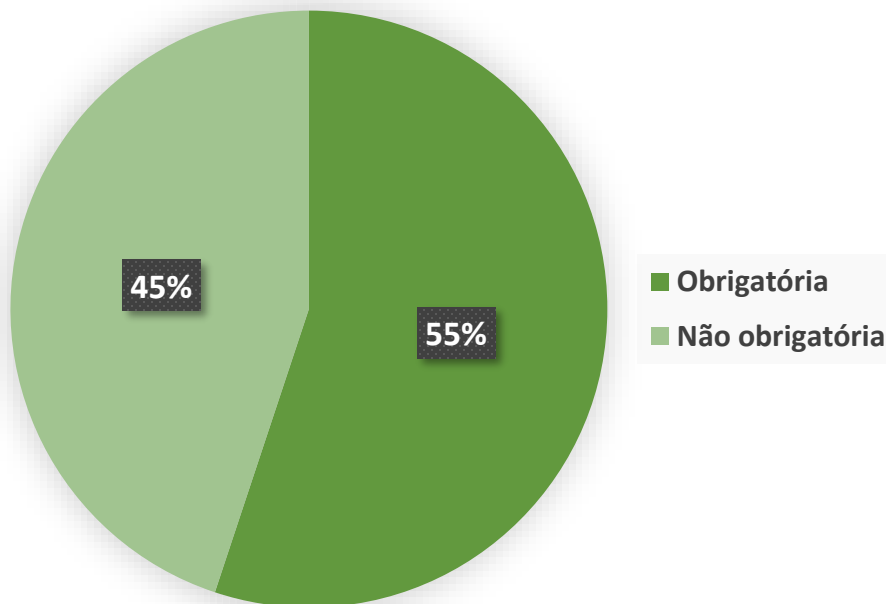
Opinião de expert externo

Obrigatória	Recomendada	Não obrigat.
8 (16,3%)	6 (12,2%)	36 (73,5)



OECD Corporate Governance Factbook 2019

Aprovação, **pela Assembleia Geral**, de certas transações com partes relacionadas



Condições:

Audidores

Obrigatória	Recomendada	Não obrigat.
14 (28,6%)	31 (63,3%)	4 (8,2%)

Experts externos

Obrigatória	Recomendada	Não obrigat.
6 (12,2%)	42 (85,7%)	1 (2,0)

Aprovação pela minoria

Obrigatória	Recomendada	Não obrigat.
16 (32,7%)	31 (63,3%)	2 (4,1%)



Diretiva Europeia

- As diretivas no direito da União Europeia
- **Diretiva (UE) 2017/828**
 - Reforma da Diretiva 2007/36/CE - Diretiva dos Acionistas
 - Dentre outras matérias relevantes, incluiu o artigo 9º-C na Diretiva dos Acionistas para tratar de transações com partes relacionadas
- Prazo para transposição: junho/2019
- Resumo das principais disposições do artigo 9º-C



Diretiva Europeia: Artigo 9º-C

1. Critérios definidores de relevância (art. 9º-C, nº 1)

- Cada país *deve* definir as transações relevantes para efeitos do artigo 9º-C. Definição deve considerar: **(a)** a potencial influência da divulgação da transação sobre as decisões econômicas dos acionistas da sociedade; e **(b)** os riscos da transação para a sociedade e para os seus acionistas.
- Definição *deve* incluir um ou mais critérios quantitativos (nº8 – agregação)
- Critérios de relevância para fins das regras de aprovação podem ser distintos daqueles utilizados para as regras de divulgação e relatório.
- *Podem* ser fixados critérios diferentes em função do porte da sociedade

2. Operações isentas (art. 9º-C, nº 5)

- *A princípio*, as regras referentes à divulgação, relatório independente e aprovação não são aplicáveis às transações realizadas no curso ordinário dos negócios e celebradas em condições normais de mercado.
 - Regra nacional pode estender as exigências para essas operações
- O órgão de administração deve estabelecer um procedimento interno para avaliar periodicamente se estas condições são cumpridas. As partes relacionadas não podem participar dessa avaliação.



Diretiva Europeia: Artigo 9º-C

3. Operações isentas (art. 9º-C, nº 6)

- Legislação nacional pode isentar ou autorizar as sociedades a isentar das regras referentes à divulgação, relatório independente e aprovação:
 - a. As transações realizadas entre a sociedade e as suas filiais, desde que estas sejam totalmente detidas pela sociedade ou que nenhuma outra parte relacionada da sociedade tenha interesses na filial ou que o direito nacional preveja uma proteção adequada dos interesses da sociedade, da filial e dos seus acionistas que não sejam partes relacionadas, incluindo os acionistas minoritários, nessas transações;
 - b. As transações relativas à remuneração dos administradores, ou a determinados elementos dessa remuneração;
 - c. As transações propostas a todos os acionistas nos mesmos termos em que a igualdade de tratamento de todos os acionistas e a proteção dos interesses da sociedade são asseguradas;
 - d. Dentre outras especificadas no artigo 9º-C, nº 6.



Diretiva Europeia: Artigo 9º-C

4. Divulgação das transações (art. 9º-C, nº 2)

- Sociedades *devem* anunciar publicamente as transações relevantes com partes relacionadas o mais tardar no momento em que forem realizadas.
- Conteúdo mínimo do anúncio: natureza da relação com as partes relacionadas, identidade da parte relacionada, a data e o valor da transação e outras informações necessárias para avaliar se a transação é justa e razoável do ponto de vista da sociedade e dos acionistas que não são partes relacionadas, incluindo os acionistas minoritários.

5. Relatório (*Fairness Opinion*) (art. 9º-C, nº 3)

- Regras nacionais *podem* prever que o anúncio seja acompanhado de um relatório que avalie se a transação é justa e razoável do ponto de vista da sociedade e dos acionistas que não são partes relacionadas, e que explique os pressupostos em que se baseia e os métodos utilizados.
- O relatório deve ser elaborado: (a) por um terceiro independente; (b) pelo órgão de administração da sociedade; (c) pelo comitê de auditoria ou qualquer comitê majoritariamente composto por adm. independentes.
- Partes relacionadas não podem participar da elaboração do relatório.



Diretiva Europeia: Artigo 9º-C

6. Aprovação (art. 9º-C, nº 4)

- Transações relevantes com partes relacionadas *devem* ser aprovadas pela assembleia-geral **ou** pelo órgão de administração segundo **procedimentos** que impeçam as partes relacionadas de explorar a sua posição e que ofereçam uma proteção adequada dos interesses da sociedade e dos acionistas que não são partes relacionadas, incluindo os acionistas minoritários.
- Se a transação com uma parte relacionada envolver um administrador ou um acionista, estes **não podem participar** na aprovação ou na votação.
- A legislação nacional **pode autorizar que o acionista que seja uma parte relacionada participe da votação, desde que preveja garantias adequadas**, aplicáveis antes ou durante o processo de votação, para proteger os interesses da sociedade e dos acionistas que não são partes relacionadas, impedindo a parte relacionada de aprovar a transação contra o parecer contrário da maioria dos acionistas que não são partes relacionadas ou da maioria dos administradores independentes.



Brasil: Por que reformar?

- **O problema da instabilidade**
 - Ambiente de negócios precisa de regras claras e previsíveis
- **A tese do conflito formal, no atual regime da LSA, é uma falsa solução**
 - LSA não exige que muitas operações relevantes sejam submetidas à assembleia geral
 - Rol limitado de matérias que, por lei, precisam ser submetidas à AG
 - Resultado pode ter sido menor transparência
- **O controle *ex post*, sozinho, não é suficiente**
 - Nem é, hoje em dia, uma solução alinhada com as principais economias
 - Precisa ser complementado com procedimentos
- **Independentemente da tese adotada, o regime precisa ser modernizado**



Brasil: Como reformar?

- **Definição de critérios para incidência das proteções**
 - É preciso proteger o dinamismo empresarial
 - Nem toda transação precisa estar sujeita a um regime mais rigoroso
 - Qual o critério (ou quais os critérios) adequados?
 - Critérios quantitativos? O conceito de relevância? Recorrência? Curso ordinário dos negócios?
- **Regras de negociação?**
 - Comitê independente? A experiência exitosa do Parecer de Orientação CVM nº 35 não pode ser estendida a outras operações?
- **Opinião independente?**



Brasil: Como reformar?

- **Regras de aprovação?**
 - Conselho de Administração ou Assembleia Geral?
 - Matéria de estatuto?
 - As limitações da assembleia geral
- **Impedimento de voto?**
 - Solução pouco sofisticada – dificulta ou mesmo inviabiliza o uso de outros procedimentos
 - Há alternativas – ex. inversão do ônus da prova (v. Delaware e Espanha)
- **Regras de divulgação**
 - O Anexo 30-XXXIII como boa referência



Brasil: Como reformar?

- **O desafio de uma “boa” reforma**
 - Como visto, existem diversas alternativas à disposição
 - Lei pode, inclusive, definir o quadro geral e atribuir competência para que a CVM regulamente a matéria, complementando o regime legal
 - É o que fez, por exemplo, o legislador italiano
 - Codice Civile, Art. 2391-bis
 - CONSOB: Regolamento Operazioni con Parti Correlate (Delibera nº 17221/2010 cf. alterada)
- **Qualquer que seja o caminho adotado, é preciso equilíbrio**



Gustavo Gonzalez

Diretor



(21) 3554.8250
(11) 2146.2002



dgg@cvm.gov.br



<http://www.cvm.gov.br/>



@cvmgovbr | @cvmeducacional



@cvmeducacional



/cvmeducacional

