

**FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS  
ESCOLA DE DIREITO DO RIO DE JANEIRO  
FGV DIREITO RIO**

**RENATA BASTOS MACCACCHERO VICTER**

**O CONFLITO DE INTERESSE COMO CAUSA DE IMPEDIMENTO DE  
VOTO DO ACIONISTA**

Rio de Janeiro  
2018

**RENATA BASTOS MACCACCHERO VICTER**

**O CONFLITO DE INTERESSE COMO CAUSA DE IMPEDIMENTO DE  
VOTO DO ACIONISTA**

Dissertação para obtenção de grau de  
mestre apresentada à Escola de Direito do  
Rio de Janeiro da Fundação Getúlio Vargas

Área de concentração: Economia,  
Intervenção e Estratégias Regulatórias.

Orientador: Prof. Dr. Joaquim de Arruda  
Falcão Neto.

Rio de Janeiro  
2018

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)

Ficha catalográfica elaborada pelo Sistema de Bibliotecas/FGV

Victor, Renata Bastos Maccacchero

O conflito de interesse como causa de impedimento de voto do acionista /  
Renata Bastos Maccacchero Victor. – 2018.

117 f.

Dissertação (mestrado) - Escola de Direito do Rio de Janeiro da Fundação  
Getulio Vargas.

Orientador: Joaquim de Arruda Falcão Neto

Inclui bibliografia.

1. Comissão de Valores Mobiliários (Brasil). 2. Conflito de interesses. 3.  
Acionistas - Votação. 4. Agências reguladoras de atividades privadas I. Falcão  
Neto, Joaquim de Arruda. II. Escola de Direito do Rio de Janeiro da Fundação  
Getulio Vargas. IV. Título.

CDD – 342.23112

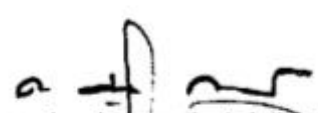
**RENATA BASTOS MACCACCHERO VICTER**

**"O CONFLITO DE INTERESSE COMO CAUSA DE IMPEDIMENTO DE VOTO DO  
ACIONISTA".**

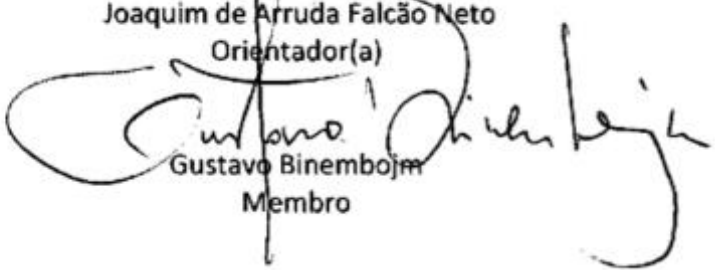
Dissertação apresentado(a) ao Curso de Mestrado Acadêmico em Direito da Regulação  
do(a) Escola de Direito do Rio de Janeiro para obtenção do grau de Mestre(a) em  
Direito da Regulação.

Data da defesa: 27/03/2019

**ASSINATURA DOS MEMBROS DA BANCA EXAMINADORA**



Joaquim de Arruda Falcão Neto  
Orientador(a)



Gustavo Binembojm  
Membro



Antonio José Maristrelló Porto  
Membro

## AGRADECIMENTOS

A Ricardo e Mariana, por fazerem da minha casa o melhor lugar para se estar, ao meu pai, Bruno (*in memoriam*), pelo seu afeto e à minha mãe, Nely, pela sua companhia.

A todas as pessoas que de alguma forma me ajudaram no desenvolvimento deste trabalho, às quais peço desculpas por não serem citadas nominalmente, apenas por não querer incorrer na grave falha de uma eventual omissão.

Aos meus colegas, advogados do BNDES, por serem incansáveis na luta para darem sempre o melhor de si e pelo aprendizado que me proporcionaram no direito societário.

Aos meus amigos, pelo suporte incondicional nos momentos mais difíceis dessa trajetória e pelos momentos agradáveis da vida.

À FGV, por ter disponibilizado as ferramentas necessárias para o desenvolvimento do presente trabalho.

Ao BNDES, meu empregador, por ter apoiado o Mestrado e permitido minha dedicação ao estudo.

A todos os meus colegas de turma, pelo ambiente de colaboração que criaram.

A todos os Professores do Mestrado, em especial Antônio Maristrello Porto, Cassio Cavalli, Leandro Molhano Ribeiro, Sergio Guerra e Thiago Bottino, pela paciência e por terem me auxiliado a viver o mundo acadêmico de forma intensa.

A Gustavo Binembojm, por ter aceitado avaliar o meu trabalho, pelo interesse em torná-lo melhor e pela dedicação do seu tempo para tanto.

Ao meu orientador, Joaquim Falcão, pela oportunidade das nossas conversas e pela confiança no resultado do meu trabalho.

“No começo foi a desorganização. Só depois o lavar, racionalizar, sistematizar as ideias. No começo era o caos. Antes de serem palavras, são ideias, quase sentimentos, intuições, percepções, olhares, deduções guardadas sem rumo. Somente depois se encontram e se fazem sentido em volta da realidade observada. E se fazem escritas. Neste momento, elas me deixam, sem nunca me deixar.”

Joaquim Falcão

## RESUMO

Partindo da narrativa da justificação das decisões da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) sobre conflito de interesses no âmbito de processos administrativos, o estudo procura analisar os critérios que a CVM utiliza para a determinação do impedimento de voto do acionista. Cumprindo esse objetivo, traz evidências de que decisões posteriores ao caso Tractebel – quando a CVM passou a adotar a teoria do conflito formal de interesses – não atenderam aos balizamentos estabelecidos naquele caso para efeito da determinação do impedimento do voto, tendo havido um alargamento do conceito de conflito de interesses. A partir dessa constatação, busca-se correlacionar a ampliação da cobertura empírica do conceito de conflito de interesses com o contexto existente na época em que as decisões da CVM foram proferidas, notadamente quanto à maior exigência da opinião pública em relação ao exercício pleno das atividades punitivas e fiscalizatórias das instituições de Estado após o início da Operação Lava Jato. O estudo indica que a ampliação da definição normativa do que seja conflito de interesses faz com que as decisões da CVM careçam de previsibilidade e, em consequência, que os agentes regulados percam a capacidade de antever as consequências jurídicas dos seus atos, notadamente em relação à delimitação do que seja um interesse extrassocial capaz de impedir o voto do acionista. Finalmente, conclui-se que, para a adoção da teoria do conflito formal, é necessário que haja uma definição clara e precisa do conceito de conflito de interesses, a qual é proposta ao final do trabalho.

Palavras-chave: Regulação. Comissão de Valores Mobiliários. Conflito de interesses. Teoria do conflito formal. Teoria do conflito material. *Self-dealing*. Impedimento de voto.

## ABSTRACT

Based on the decisions from the administrative proceedings of the Securities and Exchange Commission of Brazil (*CVM*) regarding self-dealing, the present paper analyzes the criteria used by *CVM* in determining the ban on conflict-of-interest voting. Evidence subsequent to the *Tractebel* decision – when the *CVM* started adopting the *ex ante* control of self-dealing – does not comply with the precedent established by *Tractebel* for determining the ban on conflict-of-interest voting, since the concept of self-dealing has been broadly applied. Based on this finding, the present paper correlates the broadening of the empirical coverage of the self-dealing with the prevailing context at the time the *CVM* decisions had been rendered, in light of the greater public demand that state agencies fully exercise punitive and supervisory activities, due to the *Lava Jato* Operation. This study indicates that the expansion of the normative definition of a conflict of interests means that the decisions of the *CVM* lack on predictability and, consequently, regulated corporations lose the ability to foresee the legal consequences of their acts, especially in relation to the delimitation of what is an extra-social interest capable of banning a shareholder vote. Finally, it is concluded that for the adoption of the *ex ante* control of self-dealing, there must be a clear and precise definition of the concept of self-dealing, which is proposed at the end of the work.

Keywords: Regulation. Securities Commission. Conflict-of-interests voting. *Ex ante* control of self-dealing. *Ex post* control of self-dealing. Self-dealing. Ban on conflict-of-interest voting. Tunneling.



## SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	8
2. FORMAS DE CONTROLE DAS TRANSAÇÕES QUE ENVOLVEM CONFLITO DE INTERESSES .....	13
2.1. As disposições da Lei nº 6.404/1976.....	14
2.2. O conceito de conflito de interesses .....	18
2.3. <i>Law and Finance</i> : fundamento teórico para a forma de controle a ser adotada.....	23
2.4. As justificativas para a adoção do controle <i>ex ante</i> no Brasil .....	26
3. PROCESSOS ADMINISTRATIVOS .....	33
3.1. Narrativa da justificação das decisões .....	33
3.1.1. Caso TIM.....	34
3.1.2. Caso Previ.....	38
3.1.3. Caso Tractebel .....	41
3.1.4. Caso Eletrobras.....	50
3.1.5. Caso Eneva .....	53
3.1.6. Caso EMAE.....	59
4. OS CASOS SUBSEQUENTES AO CASO TRACTEBEL: A AMPLIAÇÃO DO CONCEITO DE CONFLITO DE INTERESSES E A INFLUÊNCIA DO AMBIENTE EXTERNO .....	63
4.1. Os balizamentos do caso Tractebel e a configuração das situações de conflito de interesses nos casos subsequentes .....	64
4.2. O contexto do caso Eletrobras .....	70
4.3. O contexto do caso Eneva .....	79
5. A FIXAÇÃO DE UM CONCEITO DE CONFLITO DE INTERESSES E NOTAS SOBRE ARRANJO INSTITUCIONAL .....	85
5.1. Caso TIM e Caso Previ: breves considerações.....	85
5.2. As consequências da subdeterminação normativa do conceito de conflito de interesses ..	88
5.3. A adoção do caso Tractebel como paradigma .....	95
5.4. Arranjo institucional: a revisão das decisões sancionatórias da CVM.....	97
6. CONCLUSÃO.....	101
7. REFERÊNCIAS .....	104

## 1. INTRODUÇÃO

No âmbito do direito societário, pode-se dizer que as regras de conflito são instrumentos jurídicos destinados ao controle do comportamento de acionistas e administradores, buscando separar o interesse pessoal do interesse social.

Como objeto do presente trabalho, interessa, em particular, a regra do art. 115, § 1º, da Lei 6.404/1976, que estabelece que o acionista não poderá votar em determinadas deliberações, notadamente naquelas em que tiver interesse conflitante com a companhia.

Art. 115. (...)

§ 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.

A primeira parte do dispositivo acima citado traz duas proibições expressas para o exercício do direito de voto do acionista, quais sejam, deliberações assembleares relativas a laudo de avaliação de bens de sua propriedade que sejam integralizados em aumento de capital e a aprovação de suas contas como administrador.

Além das duas hipóteses acima, a parte final do dispositivo em questão traz mais duas situações em que estabelece a proibição do exercício do direito de voto: aquelas que possam beneficiar o acionista de modo particular ou que tenham interesse conflitante com o da companhia.

A interpretação da parte final do dispositivo legal, a respeito do conceito indeterminado que estabelece de conflito de interesses, é objeto de um acirrado debate na literatura nacional e no órgão regulador do mercado de valores mobiliários, notadamente quanto ao critério de apuração do conflito de interesses, que pode ser formal ou substancial.

A corrente formalista (teoria do conflito formal) adota o entendimento de que o acionista está impedido de votar pela mera ostentação de posição contraposta à da companhia, independentemente do conteúdo do voto que venha a proferir. Ou seja, ainda que o seu voto não privilegie a sua posição em conflito, ele não pode ser exercido. De outra parte, a corrente substancialista (teoria do conflito material) parte do pressuposto de que o contraste de interesses

entre as partes não necessariamente implica em interesses conflitantes, pois a sua verificação depende do conteúdo do voto proferido e da ocorrência de dano.

Desta forma, uma diferença que pode ser estabelecida entre as duas teorias é sobre o momento da avaliação do conflito: pela teoria formal, a existência de conflito deve ser aferida anteriormente à realização da assembleia e, pela teoria material, a avaliação sobre a existência de conflito deve ocorrer *a posteriori*<sup>1</sup>.

Desde 2001, por meio de decisões de seu Colegiado, a CVM experimentou algumas idas e vindas em relação à teoria adotada – conflito formal ou material – quanto à aplicação da regra legal atinente ao exercício de direito de voto do acionista quando identificado um potencial conflito de interesses.

Em 2001 o Colegiado decidiu aplicar penalidade pelo exercício do direito de voto em assembleia geral à empresa controladora que deliberou sobre a celebração de negócio jurídico entre a controladora indireta e a sua controlada. Naquele julgado, restou claro que, quando acionistas estiverem em situação de potencial conflito, estão proibidos de exercer o direito de voto, independentemente do seu conteúdo (caso TIM).

No ano seguinte, em 2002, o Colegiado da CVM analisou novamente, em sede de processo administrativo sancionador<sup>2</sup>, hipótese de exercício de direito de voto por acionista em situação de conflito de interesses. Nessa ocasião, prevaleceu o entendimento de que a CVM deveria adotar a teoria do conflito material, que privilegia a análise do conteúdo da deliberação posteriormente ao exercício do direito de voto (caso Previ).

Em 2010, por meio do julgamento no Processo CVM/RJ nº 2009/13179 (caso Tractebel), a CVM passou novamente a adotar a teoria formal do conflito de interesses, aplicando esse entendimento aos casos subsequentes sobre o mesmo tema (casos Eletrobras, Eneva e Emae).

Porém, nesses julgados posteriores, diferentemente do caso Tractebel, as situações de conflito de interesse apontadas nos casos concretos foram objeto de divergência no que tange à existência de uma situação ensejadora de impedimento de voto, seja no âmbito da Procuradoria Federal Especializada, como ocorrido no caso Eletrobras, seja no âmbito do próprio Colegiado, como nos casos Eneva e Emae, escapando da discussão relativa ao critério de apuração do conflito de interesses, se formal ou material.

---

<sup>1</sup> VILELA, Renato. **Conflito de interesses nas companhias**: reflexões sobre as transações entre partes relacionadas pós IFRS. São Paulo: Almedina, 2017. p. 71.

<sup>2</sup> Modalidade de processo administrativo em que administração pública aplica penalidades administrativas às pessoas que praticam atos qualificados em lei ou regulamento como ilícitos administrativos, observado o devido processo legal.

Indaga-se, quanto a esses casos posteriores, se os balizamentos estabelecidos no caso Tractebel para a configuração de situação de impedimento de voto foram observados.

O objetivo do presente trabalho, portanto, é analisar se os julgados subsequentes da CVM (casos Eletrobras, Eneva e Emae) alargaram o conceito de conflito de interesses, relativamente ao caso Tractebel, para a determinação do impedimento de voto do acionista controlador. Procura-se, na sequência, estabelecer uma correlação entre as decisões que determinaram o impedimento de voto, sem a observância dos balizamentos estabelecidos no caso Tractebel e a difusão de notícias pela imprensa, relacionadas aos casos objeto de julgamento, em um contexto de percepção, pelos investidores e pelo público em geral, do não funcionamento das instituições de Estado quanto ao exercício pleno de suas atividades fiscalizatórias e punitivas.

Como resultado dessa análise, conclui-se que as decisões da CVM, no que tange ao impedimento de voto do acionista por conflito de interesses, carecem de previsibilidade e que a adoção de um controle *ex ante* deve ser acompanhada por uma definição precisa do que seja conflito de interesses para efeito do impedimento de voto.

Exclui-se do presente trabalho o caso da Forjas Taurus, de 2017, e os casos em que na decisão final tenha prevalecido no colegiado o entendimento de que se trata de benefício particular e não de conflito de interesses<sup>3</sup>.

A pesquisa sobre os precedentes que tratam de conflito de interesses previsto na regra do art. 115, § 1º, foi feita por meio de acesso ao site da CVM, nos dias 29, 30 e 31 de janeiro de 2018, através de critérios de busca com as palavras chave “conflito de interesse”<sup>4</sup>, “115, § 1º”<sup>5</sup>, “impedimento de voto”<sup>6</sup> nas abas “decisões do colegiado” e “processos sancionadores julgados” e por meio de pesquisa em revistas especializadas<sup>7</sup>. A pesquisa resultou apenas em um caso que não era de conhecimento anterior: Forjas Taurus<sup>8</sup>.

---

<sup>3</sup> Processo CVM nº RJ 2006/6785, julgado em 25/09/2006 (caso Tele Norte Leste); Processo CVM nº RJ 2009/5811, julgado em 28/07/2009 (caso Duratex); Processo CVM nº RJ 2008/10832 (caso Unibanco), julgado em 10/07/2012 e Processo CVM nº RJ2013/10913, julgado em 25.03.2014 (caso Oi).

<sup>4</sup> Resultou em 16.072 resultados não pesquisados na aba “decisões do colegiado” e em 115 resultados pesquisados na aba “processos sancionadores julgados”.

<sup>5</sup> Resultou em 7.610 resultados não pesquisados na aba “decisões do colegiado” e em 157 resultados pesquisados na aba “processos sancionadores julgados”.

<sup>6</sup> Resultou em 16.480 resultados não pesquisados na aba “decisões do colegiado” e em 118 resultados pesquisados na aba “processos sancionadores julgados”.

<sup>7</sup> FRANÇA, Erasmão Valladão Azevedo e Novaes. Conflito de interesses: formal ou substancial? Nova decisão da CVM sobre a questão. **Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro**. v. 128. São Paulo: Malheiros, 2002. p. 225-262.

<sup>8</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Decisão do Colegiado. **Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/10556**. Rio de Janeiro, 24 de outubro de 2017. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Acesso em: 31 jan. 2018.

Para cumprir os seus objetivos, o presente trabalho será desenvolvido em quatro capítulos, além da presente introdução e da conclusão. No segundo capítulo, inicia-se pelos dispositivos da Lei 6.404/1976 que estabelecem o impedimento de voto dos acionistas e dos administradores nas situações de conflito de interesses para, posteriormente, discorrer sobre o conceito de conflito de interesses, abordando a divergência existente na literatura nacional especializada. Ainda neste capítulo, são aprofundados os fundamentos teóricos para a adoção de uma ou outra forma de controle das transações que envolvem conflito de interesses, com base na literatura estrangeira e, ao final, procura-se justificar a adoção da teoria do conflito formal pela CVM.

No terceiro capítulo, por meio da narrativa das decisões da CVM, percorrem-se os julgados realizados desde o caso TIM, pela ótica das justificativas apresentadas para a determinação do impedimento de voto do acionista ou para a aplicação de sanção pelo seu exercício em contrariedade ao que dispõe o art. 115, § 1º, com o objetivo de descrever, por meio dos votos proferidos pelos integrantes do Colegiado, o passo a passo da formação dos diversos precedentes e do critério utilizado para determinar a situação ensejadora do impedimento de voto.

No quarto capítulo, aponta-se que nos casos Eletrobras e Eneva a CVM alargou o conceito de conflito de interesses para efeito do impedimento de voto do acionista, relativamente aos parâmetros utilizados no caso Tractebel e correlaciona-se tal alargamento com o ambiente externo que se apresentava na época, notadamente quanto ao posicionamento crítico da opinião pública em relação ao comportamento de determinados participantes do mercado de capitais e ao exercício, pela CVM, de suas funções punitivas e fiscalizatórias.

Por fim, no quinto e último capítulo, indica-se que a ampliação da definição normativa do que seja conflito de interesses faz com que as decisões da CVM careçam de previsibilidade e, em consequência, que os agentes regulados percam a capacidade de antever as consequências jurídicas dos seus atos, notadamente em relação à delimitação do que seja um interesse extrassocial capaz de impedir o voto do acionista. A partir dessa constatação, conclui-se que para a adoção de um controle *ex ante* é necessário uma definição clara e precisa do conceito de conflito de interesses.

Ao final, na conclusão, propõe-se que a análise sobre o impedimento de voto do acionista seja deslocada da ótica do conflito entre o interesse social e o interesse extrassocietário, e sua inevitável graduação, para uma ótica de apreciação objetiva das situações em que seja alto o risco de extração de benefícios privados pelo acionista controlador. Segue-se que, à luz do precedente do caso Tractebel e da definição de *self dealing* fornecida pela

literatura estrangeira, o conflito de interesses capaz de ensejar o impedimento de voto do acionista deve ser aquele que se materializa por meio de uma relação jurídica bilateral, em que o acionista controlador, direto ou indireto, figure como contraparte da companhia.

## 2. FORMAS DE CONTROLE DAS TRANSAÇÕES QUE ENVOLVEM CONFLITO DE INTERESSES

As transações que envolvem conflito de interesses são transações entre a companhia e seus acionistas controladores – ou membros da administração – ou companhias por eles controladas (“*self-dealing*”)<sup>9</sup>. Essas transações são meio de extração de benefícios privados, em favor da parte conflitada<sup>10</sup>.

Frequentemente essas transações não são celebradas diretamente entre a companhia e a parte conflitada, mas por intermédio de companhias controladas ou nas quais a parte conflitada possua alto percentual de participação acionária<sup>11</sup>.

A confiança dos investidores de que os valores de seus investimentos não serão indevidamente subtraídos por meio do *self-dealing* é fundamental para a existência de um mercado de capitais pujante em dada jurisdição e, por essa razão, o seu controle se impõe como medida fundamental para o desenvolvimento do mercado de capitais<sup>12</sup>.

As regras que visam limitar a extração de benefícios privados por meio dessas transações variam conforme a jurisdição a que se subordinam as companhias. No presente tópico, serão abordadas as regras da Lei nº 6.404/1976 sobre o conflito de interesses estabelecidas em âmbito da assembleia geral, ou seja, no plano dos acionistas, e será utilizada

<sup>9</sup> *In traditional self-dealing, the law's concern is that an influential manager or a controlling shareholder will transact with the company on terms less favorable than could be obtained in an arm's length negotiation. Self dealing typically refers to sales or purchases of assets, goods or services by related parties, as when a controlling shareholder supplies components to the controlled company.* ENRIQUES, Luca et al. Related party-transactions. In: KRAAKMAN, Reinier et al. **The Anatomy of Corporate Law: a comparative and functional approach**. 3ª ed. Oxford University Press, 2017. p. 145.

<sup>10</sup> A extração de riqueza por meio de transações entre partes relacionadas pode ser dividida em três categorias: (i) operações de fluxo de caixa, onde a parte conflitada extrai para si fluxo de caixa pertencente à companhia, podendo ser fornecido como exemplo desse tipo de transação o pagamento de salários para executivos e membros do Conselho de Administração em valores acima do que é pago pelo mercado ou por meio da celebração de contratos de fornecimento ou de prestação de serviços em que, da mesma forma, os preços contratados não correspondam aos preços de mercado; (ii) operações com ativos em que a incorporação de ativos seja feita a preço acima do que o de mercado e a venda de ativos seja feita abaixo do que o preço de mercado; e (iii) operações de equity, consideradas tais aquelas que aumentam o valor da participação acionária dos acionistas controladores em detrimento da participação acionária dos acionistas minoritários, citando-se como exemplo emissões de ações que ocasionem a diluição injustificada dos acionistas e o não pagamento ou o pagamento a menor de prêmio de controle para os acionistas minoritários. ATANASOV et al. Law and Tunneling [article]. **Journal of Corporation Law**. Issue 1, 1, 2011. Disponível em: <<https://heinonline-org.sbp-proxy.fgv.br/HOL/LuceneSearch?terms=Law+and+Tunneling&collection=all&searchtype=advanced&type=text&tabfrom=&submit=Go&all=true>>. Acesso em: 05 ago. 2018.

<sup>11</sup> Ibid., Acesso em: 05 ago. 2018.

<sup>12</sup> BLACK, Bernard S. Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets, the [article]. **UCLA Law Review**. Issue 4, 781, 2000. Disponível em: <[https://heinonline-org.sbp-proxy.fgv.br/HOL/Page?handle=hein.journals/uclalr48&div=29&start\\_page=781&collection=journals&set\\_as\\_cursor=0&men\\_tab=srchresults](https://heinonline-org.sbp-proxy.fgv.br/HOL/Page?handle=hein.journals/uclalr48&div=29&start_page=781&collection=journals&set_as_cursor=0&men_tab=srchresults)>. Acesso em: 11 jun. 2018.

a teoria do *Law and Finance* como marco teórico para o entendimento da discussão estabelecida na literatura nacional e no órgão regulador do mercado de capitais, a partir da visão global sobre o tema.

## 2.1. As disposições da Lei nº 6.404/1976

No âmbito do direito societário, pode-se dizer que as regras de conflito são instrumentos jurídicos destinados ao controle do comportamento de acionistas e administradores, buscando separar o interesse pessoal do interesse social.

Interesse social<sup>13</sup> seria o interesse comum dos acionistas<sup>14</sup>. Nas palavras de Fabio Konder Comparato:

O conteúdo desse interesse comum dos acionistas nos é dado, indiretamente, pela determinação legal dos direitos e poderes que não podem ser suprimidos, quer pelo estatuto, quer pela assembleia geral, porque inerentes ao estado de sócio (Lei n. 6.404, art. 109). Nesse elenco legal figuram direitos-fins e direitos-meios. Os primeiros são, obviamente, pela própria natureza do negócio societário, os direitos de participar dos lucros sociais e do valor do acervo da companhia, em caso de dissolução social ou de recesso. Os segundos consubstanciam-se na fiscalização dos negócios sociais e na preferência à subscrição de ações<sup>15</sup>.

Em outra oportunidade, prossegue o referido autor:

Os sócios reúnem-se para a realização de um objetivo comum. O interesse social consiste, pois, no interesse dos sócios à realização desse escopo. Daí a possibilidade

<sup>13</sup> A definição do conceito de interesse social é, desde longa data, um dos principais problemas do direito societário, ainda não resolvido em definitivo. Várias e várias teses foram buriladas sob a clivagem maior das teorias contratualistas e institucionalistas, e todas constituem autênticas doutrinas políticas da sociedade: a sua construção não resulta de problemas postos; assume o caráter de pressuposto prévio, ponto de partida dogmático (na mais pura acepção do termo), a influenciar as soluções propostas para os problemas práticos suscitados no direito societário: a opção, portanto, não é neutra em seus efeitos. ADAMEK, Marcelo Von. **Abuso de minoria em direito societário**: abuso das posições subjetivas minoritárias. Tese (Doutorado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2010. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-02082011-142051/en.php>>. Acesso em: 24 set. 2018.

<sup>14</sup> “Ao institucionalismo, por sua vez, contrapõe-se o contratualismo, o qual nega seja o interesse social superior aos sócios e, pelo contrário, o concebe justamente como o interesse comum dos sócios atuais.”. Ibid., Acesso em: 24 set. 2018.

<sup>15</sup> COMPARATO, Fabio Konder. **Direito Empresarial**. São Paulo: Saraiva, 1990. p. 88.



de existência de um conflito entre sócio e sociedade, na medida em que aquele persegue, enquanto sócio, objetivos diversos desse escopo comum<sup>16</sup>.

O conflito de interesses<sup>17</sup> que se estabelece no âmbito das assembleias de acionistas está previsto no artigo 115, da Lei 6.404/1976:

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.

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

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

§ 4º A deliberação tomada em decorrência do voto do 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.

No seio da administração, são previstas na lei as seguintes regras sobre o conflito de interesses:

Art. 156. É vedado ao administrador intervir em qualquer operação social em que tiver interesse conflitante com o da companhia, bem como na deliberação que a respeito tomarem os demais administradores, cumprindo-lhe cientificá-los do seu impedimento e fazer consignar, em ata de reunião do conselho de administração ou da diretoria, a natureza e extensão do seu interesse.

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

§ 3º O negócio contratado com infração do disposto no § 1º é anulável, e o administrador interessado será obrigado a transferir para a companhia as vantagens

<sup>16</sup> COMPARATO, Fabio Konder. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. Rio de Janeiro: Forense, 2008. p. 382.

<sup>17</sup> Por interesse pode-se entender a relação existente entre um sujeito, que possui uma necessidade, e o bem apto a satisfazê-la, determinada na previsão geral e abstrata de uma norma. Para satisfação de suas necessidades, o homem vale-se de bens. Entre o sujeito e o bem, portanto, forma-se uma relação que, na situação jurídica enfocada, toma o nome de interesse. FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Conflito de Interesse nas Assembléias de S.A.** São Paulo: Malheiros, 1993. p. 15-16.

que dele tiver auferido.

(...)

Art. 245. Os administradores não podem, em prejuízo da companhia, favorecer sociedade coligada, controladora ou controlada, cumprindo-lhes zelar para que as operações entre as sociedades, se houver, observem condições estritamente comutativas, ou com pagamento compensatório adequado; e respondem perante a companhia pelas perdas e danos resultantes de atos praticados com infração ao disposto neste artigo.

Tendo em vista o escopo do presente trabalho, o conflito de interesses sob exame é aquele estabelecido no âmbito da assembleia de acionistas, regulado no art. 115 da Lei nº 6.404/1976.

Conforme se verifica, o *caput* do dispositivo, que trata da hipótese de abuso do direito de voto, institui o dever do acionista de votar no interesse da companhia. Pode-se afirmar, assim, que esse dispositivo “constitui a norma básica de proteção ao interesse da companhia nas deliberações assembleares”, pois faz prevalecer o interesse comum dos sócios naquelas deliberações<sup>18</sup>.

Além disso, esse dispositivo estabelece os *standards* necessários para a caracterização do voto abusivo.

Assim, de acordo com o *caput* deste artigo, é abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas; ou aquele mediante o qual o acionista visa à obtenção de vantagem a que não faz jus e de que resulte ou possa resultar prejuízo para a companhia ou para os outros acionistas<sup>19</sup>.

Ao seu turno, o parágrafo primeiro do art. 115, em sua literalidade, estabelece hipóteses em que o acionista não poderá votar. São as deliberações (i) relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social; (ii) relativas a aprovação das suas contas como administrador; (iii) que possam beneficiá-lo de modo particular; e (iv) em que tiver interesse conflitante com o da companhia.

Conforme enunciado na introdução, as duas primeiras hipóteses são taxativas e as duas últimas estão consubstanciadas em conceitos jurídicos indeterminados de “benefício particular” e “conflito de interesses” e, por essa razão, fomentam um acirrado debate na literatura nacional e na jurisprudência administrativa.

---

<sup>18</sup> FRANÇA, 1993, p. 83.

<sup>19</sup> EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S.A. Comentada**. v. I. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 654.

Assim, as duas primeiras hipóteses consagram situações em que não há qualquer dúvida, seja na literatura especializada ou na jurisprudência administrativa<sup>20</sup>, quanto ao impedimento *a priori* do acionista em votar, independentemente do conteúdo da deliberação. Prevalece nesses casos o princípio de que é vedado julgar em causa própria.

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 substancial, dá a necessidade de verificar, in concreto, se há benefício particular para o sócio, contrastante com o interesse da companhia, ou conflito de interesses<sup>21</sup>.

Quanto ao conceito de benefício particular, a definição dada pela literatura nacional é de que se trata de uma vantagem pessoal lícita, obtida em razão da sua condição de acionista, e que rompe com a igualdade entre os acionistas, motivo pelo qual, em razão dos benefícios auferidos, não atribuídos aos outros acionistas, o acionista beneficiado fica impedido de votar<sup>22</sup>.

A característica dominante do benefício particular, então, é a ruptura lícita da igualdade entre os acionistas, em vista da concessão de uma liberalidade a um ou a alguns deles, não sendo relevante discutir – no exame da legalidade do voto lançado – o caráter comutativo ou não do ato. Não se cuida, em tal caso, de a deliberação ser

<sup>20</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Parecer de Orientação CVM nº 34, de 18 de agosto de 2006**. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Acesso em: 30 out. 2018.

<sup>21</sup> 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, p. 237-268, abr/jun. 2007, p. 253.

Para Luis Gastão Paes de Barros Leães, também não haveria impedimento de voto nas deliberações que puderem beneficiar o acionista de modo particular. LEÃES, Luis Gastão Paes de Barros. “Conflito de Interesses”, parecer, em Estudos e Pareceres sobre as Sociedades Anônimas. São Paulo: RT, 1989. p. 26 *apud*, FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Conflito de Interesse nas Assembléias de S.A.** São Paulo: Malheiros, 1993. p. 88.

Para parte da literatura especializada, porém, o benefício particular seria causa de impedimento de voto, *a priori*. Nesse sentido, v. ARAGÃO, Paulo Cezar. Apontamentos sobre Desvios no Exercício do Direito de Voto: Abuso de Direito, Benefício Particular e Conflito de Interesses. In: CASTRO, Rodrigo Monteiro de. **Direito Empresarial e Outros Estudos de Direito em Homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2013. p. 194. EIZIRIK, 2011, p. 658-660.

<sup>22</sup> FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Ainda o conceito de benefício particular: anotações ao julgamento do processo CVM N. RJ-2009/5.811. In: **Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro**. v. 149/150. São Paulo: Malheiros, 2008. p. 319. EIZIRIK, 2011, p. 658-660.

ou não benéfica à companhia (embora, naturalmente, deva sê-lo – como determina o art. 115, caput), bastando para impedir o voto a existência de benefício lícito ou vantagem lícita que não sejam atribuídas a todos os acionistas titulares de valores mobiliários de igual natureza<sup>23</sup>.

Acerca do conceito de conflito de interesses, conforme falado anteriormente, “dúvidas não há sobre as duas primeiras hipóteses do dispositivo. Sobre a última hipótese, no entanto, paira forte discussão doutrinária. A dúvida é sobre sua caracterização como conflito de interesse formal ou material”<sup>24</sup>.

## 2.2. O conceito de conflito de interesses

Esse tema é exaustivamente explorado pela literatura nacional especializada. Observa-se que as condições para a caracterização do conflito de interesses variam em função da teoria adotada, se do conflito formal ou do conflito material<sup>25</sup>.

Pode-se iniciar definindo conflito como a situação de incompatibilidade entre o interesse do acionista e da companhia. Esse antagonismo ou incompatibilidade deve se manifestar por meio de um interesse particular e, portanto, extrassocial. O fato de uma única pessoa (o acionista) ocupar duas posições jurídicas contrapostas em uma mesma transação, somado à capacidade de influenciar no processo decisório da companhia, também deve ser

<sup>23</sup> ARAGÃO, 2013, p. 191.

<sup>24</sup> COMPARATO, 2008, p. 389.

<sup>25</sup> Parte da literatura especializada classifica a hipótese residual de conflito de interesses do art. 115, § 1º, como conflito formal. Nesse sentido, v. SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Novo Direito Societário**. 4ª ed. São Paulo: Malheiros, 2015. p. 104-118.  
CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. v. II. 4ª ed. São Paulo: Saraiva, 2008. p. 514-515.  
Em outro giro, parte classifica como hipótese de conflito material. Nesse sentido v, FRANÇA, 1993.  
EIZIRIK, 2011, p. 650-664.  
LAMY FILHO, Alfredo. **Temas de S.A.:** exposições, pareceres. Rio de Janeiro: Renovar, 2007. p. 349-358.  
ARAGÃO, 2013, p. 184-214.  
MARCELLA, Blok. Conflito de interesses nas sociedades anônimas: critério de apuração formal ou substancial? In: **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. Malheiros: São Paulo, v. 153-154, p. 36-66, jan. 2010;  
GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Conflitos de Interesse entre Sociedade Controladora e entre Coligadas, no Exercício de voto em Assembléias Gerais e reuniões sociais. In: **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo, ano 22, nº 51, jul/set, 1983, p. 29-32.  
Considera-se que há uma terceira posição, “no sentido de que embora o conflito de interesses deva ser apurado caso a caso, permanece a proibição do voto quando se trata de uma das situações de conflito aberto de interesses, relacionadas no § 1º do art. 115, pois trata-se, afinal, de mera aplicação do princípio *nemo iudex in causa propria*”. COMPARATO, 2008, p. 390.

considerado como elemento caracterizador do conflito de interesses, pois esta é a situação que expõe a companhia (i) ao risco de que o voto privilegie um interesse particular do acionista (teoria formal) ou (ii) à efetiva ocorrência de subordinação do interesse comum dos sócios ao interesse pessoal do acionista (teoria material).

O exemplo clássico de conflito de interesses formal, dado pela literatura especializada, é do contrato bilateral celebrado entre a companhia e o acionista, na medida em que coloca as partes em posições jurídicas contrastantes<sup>26</sup>. “Ora, a hipótese de realização de um contrato entre o acionista e a companhia consiste justamente na hipótese *paradigmática* de conflito *formal* de interesses, que Francesco Galgano denomina de *ipotesi di scuola*”<sup>27</sup>.

Observe-se que nesse clássico exemplo, embora contrapostos, os interesses podem ser conciliáveis, desde que uma parte se subordine ao interesse da outra. Porém, para a corrente formalista, a situação de risco em que se coloca a companhia, segundo a qual o voto possa ser orientado exclusivamente para extrair benefícios privados, é suficiente para que o acionista fique impedido de votar.

O Professor Calixto Salomão Filho, que se filia à corrente formalista, entende que “para bem definir uma regra de conflito, é preciso identificar e definir as hipóteses que podem gerar riscos para a sociedade e qual o grau de risco gerado”. Desse modo, propõe que a classificação existente de conflito formal e material seja reavaliada no sentido de que sejam diferenciadas as situações em que há risco de extração de benefícios privados pelo acionista ou administrador, e as situações em que isso não ocorre<sup>28</sup>.

Seguindo essa linha, entende que, na primeira hipótese, não seria necessário haver qualquer lesão ao interesse social<sup>29</sup>.

Para esse autor, haverá conflito formal toda vez que a priori o agente responsável pela decisão (acionista controlador ou administrador) tiver interesse pessoal e direto na decisão a ser tomada.

Como interesse direto deve-se entender toda aquela hipótese em que o gestor for direta contraparte ou de qualquer forma tiver interesse maior na contraparte da sociedade.

---

<sup>26</sup> A literatura fornece como exemplo de conflito formal os contratos bilaterais. LAMY FILHO, 2007, p. 356; CARVALHOSA, 2008, p. 115; EIZIRIK, 2011, p. 662.

<sup>27</sup> GALGANO, Francesco. La Società per Azioni. v. 7, Trattato di Diritto Commerciale e di Diritto Pubblico dell' Economia. Padova: CEDAM, 1984, p. 230 *apud* FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Conflito de interesses e benefício particular: uma distinção que se impõe definitivamente dirimir. In: **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. Malheiros: São Paulo. v. 161-162, p. 38-46, jan. 2012.

<sup>28</sup> SALOMÃO FILHO, 2015, p. 64.

<sup>29</sup> *Ibid.*, p. 110.

Outra característica necessária do conflito de interesse como princípio geral é que se aplica apenas aos gestores (administradores e controladores) e não a acionistas minoritários ou individuais que não têm esse mesmo poder<sup>30</sup>.

Sendo assim, deve-se proibir o voto de acionistas controladores ou administradores na assembleia ou reunião que decidir a matéria em que tenham potencial conflito de interesses.

Por outro lado, para os que se filiam à corrente substancialista, “deve haver a existência objetiva e real de uma situação contraposta, bem como o nexo de causalidade entre o interesse particular do acionista e o prejuízo do interesse social(...)”<sup>31</sup>. Para esta corrente:

O confronto de interesses é fundamental, já que caberá ao juiz (ou à CVM, na esfera administrativa) determinar, à luz do caso concreto e da prova, sem uma posição preconcebida, se houve ou não subordinação irregular ou se, ao contrário, os dois interesses se acomodaram de forma adequada. O conflito de interesses há de ser substancial, ou seja, deve ser provado<sup>32</sup>.

Assim, considerando as duas correntes, formalista e substancialista, as seguintes condições podem ser consideradas como necessárias e suficientes para a caracterização do conflito de interesses: 1. Deve existir uma transação entre a companhia e outra pessoa, física ou jurídica; 2. A pessoa que celebra a transação com a companhia deve ter influência no processo decisório da companhia, sendo um conselheiro, diretor ou acionista; 3. A pessoa que celebra a transação com a companhia deve ter o seu interesse pessoal voltado para extrair benefícios em prejuízo de pessoas agrupadas na figura da companhia (sacrifício do interesse social); e 4. Deve haver caráter economicamente injusto ou não equitativo do negócio (lesividade)<sup>33</sup>.

As condições 3 e 4 não seriam necessárias para a caracterização do conflito formal de interesses.

Desta forma, o que se observa é que a teoria formal do conflito de interesses alarga esse

<sup>30</sup> SALOMÃO FILHO, 2015, p. 110-111.

<sup>31</sup> FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **A disciplina do conflito de interesses na lei de sociedades comerciais uruguaia e na lei de sociedades por ações brasileira: uma comparação.** Disponível em: <<http://revistadoistribunais.com.br.sbproxy.fgv.br/maf/app/resultList/document?&src=rl&srguid=i0ad6adc5000001633b8703e78e0a449a&docguid=I6f0783803c0311e5bc14010000000000&hitguid=I6f0783803c0311e5bc140100000000000&spos=1&epos=1&td=1&context=35&crumb-action=append&crumb-label=Documento&isDocFG=false&isFromMultiSumm=&startChunk=1&endChunk=1>>. Acesso em: 06 mai. 2018.

<sup>32</sup> ARAGÃO, 2013, p. 214.

<sup>33</sup> VILELA, 2017, p. 39-40.

conceito, na medida em que reduz os seus atributos, fazendo com que haja um aumento da sua cobertura empírica<sup>34</sup>.

Para a corrente substancialista, o conflito de interesses potencial não é suficiente para dar causa ao impedimento do voto do acionista, situação que só se configura nas três primeiras hipóteses do § 1º do art. 115<sup>35</sup>.

Mencione-se, por fim, o que se denominou “corrente intermediária”, que supostamente conjuga as duas correntes, formal e substancial. Para tal linha de pensamento, “para que haja impedimento de voto é mister que o conflito de interesses transpareça a priori da própria estrutura da relação ou negócio sobre que se vai deliberar, como, por exemplo, um contrato bilateral entre a companhia e o acionista”<sup>36</sup>.

Discorda-se, porém, que se trate de posicionamento intermediário. Em um exame crítico, parece tratar-se de defensores da corrente formalista, uma vez que, identificado o potencial conflito de interesses, o acionista estaria impedido de votar.

Assim, no Brasil, “a regra de conflito deixa de estabelecer critério claro sobre qual das formas de conflito a ser aplicada”<sup>37</sup>.

Note-se que a divergência existente na literatura nacional funda-se no aparente conflito entre as normas dos §§ 1º e 4º do art. 115, uma vez que, enquanto o § 1º determina que “o acionista não poderá votar”, o § 4º estabelece que “a deliberação tomada em decorrência do voto do acionista que tem interesse conflitante com o da companhia é anulável” e que “o acionista responderá pelos danos causados e será obrigado a transferir para a companhia as vantagens que tiver auferido”.

Para adeptos da corrente substancialista, o fato de o § 4º determinar a anulação do voto é demonstração cabal de que a situação de conflito deve ser avaliada *a posteriori*, pois caso o § 1º estabelecesse uma vedação absoluta quanto ao voto, a sanção cominada seria de nulidade<sup>38</sup>.

---

<sup>34</sup> THOMAS CRAIG W., a. Social Science Concepts: A User's Guide . By Goertz Gary. Princeton University Press, 2006. **The Journal of Politics**. 1, 287, 2008. Disponível em: <<http://eds.a.ebscohost.com.sbxproxy.fgv.br/eds/pdfviewer/pdfviewer?vid=13&sid=e8c1887d-93a6-4586-8416-7860c29d4ab6%40sessionmgr4009>>. Acesso em: 07 mai. 2018.

<sup>35</sup> Vide notas de referência 20 e 21.

<sup>36</sup> COMPARATO, 1990, p. 91.

<sup>37</sup> SALOMÃO FILHO, 2015, p. 113.

<sup>38</sup> ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. Regime do exercício do direito de voto na Lei 6.404/76, suas limitações e impedimentos. Diferença entre os conceitos de “vantagem ou benefício particular” e “conflito de interesses”. Importância do elemento histórico da Lei. Critérios para interpretação de termos ou expressões técnicas da Lei. Interpretação sistemática das normas do artigo 115 com aquelas que regulam as funções e deveres do acionista controlador e da sociedade de comando no grupo de sociedades. Momento em que deve ser verificada a liquidez e dispersão das ações da companhia, para fins de aplicação do disposto no inciso II do art. 137 da Lei. In: Felipe Hanszmann. **Atualidades em direito societário e mercado de capitais**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2015. p. 273-330.

Tal argumento, porém, pode ser combatido: a sanção de anulabilidade é válida para todas as hipóteses de conflito previstas no § 1º, seja em sentido estrito (as três primeiras hipóteses), seja em sentido amplo (a hipótese residual). Ou seja, o voto viciado, proferido nos termos do § 1º, pode ser anulado, não lhe sendo cominada, mesmo nas hipóteses em que há consenso sobre a vedação do voto, a sanção de nulidade<sup>39</sup>.

Antes, entende-se que a anulabilidade do voto viciado corrobora o entendimento de que a Lei 6.404/1976 adotou a corrente formalista. Explica-se: para um controle *a posteriori* eficiente, a regra da anulabilidade da deliberação não seria estritamente necessária, pois a efetiva indenização dos acionistas prejudicados pode, em tese, ser suficiente, sem a necessidade de anulação da deliberação uma vez que, por meio de tal previsão, o propósito maior da regra de conflito já estaria cumprido, que é o de impedir a extração de benefícios privados pelo acionista controlador. Ou seja, a transação envolta em conflito de interesses pode ser efetuada, desde que com a devida compensação aos acionistas minoritários<sup>40</sup>.

Com esses argumentos, não está se querendo dizer que a anulação da assembleia não sirva a um controle *ex post*, notadamente quando se trata de deliberação que contraria o interesse comum dos sócios, mas que esse tipo de providência é essencial a um controle *ex ante*, sob pena de torná-lo letra morta.

Pode-se dizer, assim, que a divergência sobre a interpretação da hipótese residual de conflito de interesses prevista no artigo 115, § 1º, reside na forma de controle que seria aplicável para a aprovação de uma transação em que uma mesma pessoa, com capacidade de influenciar o processo decisório da companhia, está posicionada em lados opostos. Ou seja, há divergência se a transação pode ser aprovada pela parte em conflito, restando sujeita a um teste posterior sobre a sua equidade ou se deve ser aprovada apenas por acionistas desinteressados<sup>41</sup>.

As formas de controle que devem ser utilizadas nas transações que envolvam conflito de interesses são debatidas na literatura estrangeira com o oferecimento de exemplos empíricos sobre a adoção, por diversas jurisdições, de controle *ex ante* (também referido como regra de consentimento da maioria da minoria), ou *ex post* (também referido como teste de equidade), ou até mesmo de ausência de qualquer intervenção regulatória, em um extremo, ou de sua

<sup>39</sup> Nesse sentido, v. FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Invalidade das Deliberações de Assembleia das S/A**. 2 ed. São Paulo: Malheiros, 2017. p. 133-134.

<sup>40</sup> “A liability rule is a legal rule that allows a transaction to be forced upon a party, provided that objectively fair compensation is made.” GOSHENT, Zohar. The Efficiency of Controlling Corporate Self-Dealing: Theory Meets Reality. **California Law Review**. 2, 393, 2003. Disponível em: <[www.jstor.org/stable/3481335](http://www.jstor.org/stable/3481335)>. Acesso em: 19 jul. 2018.

<sup>41</sup> DJANKOV, S. et al. The Law and economics of self-dealing. **Journal of Financial Economics**, nº 88, 2008. Disponível em: <<https://dash.harvard.edu/bitstream/handle/1/2907526/selfdeal.may17.jfe.pdf>>. Acesso em: 26 fev. 2018.



proibição completa e absoluta, em outro<sup>42</sup>.

No próximo tópico, será explorada a questão do controle *ex ante* e *ex post* com base na teoria desenvolvida nos artigos intitulados *Law and Finance* e *Law and Economics of Self Dealing*.

### 2.3. *Law and Finance*: fundamento teórico para a forma de controle a ser adotada

A teoria denominada *Law and Finance* associa o desenvolvimento do mercado de crédito e de capitais à existência de determinadas regras legais protetivas de acionistas e credores (“investidores”) e à eficiência do sistema judicial desses países.

Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer e Robert Vishny publicaram diversos artigos nos quais analisam regras legais que consideram críticas para a qualidade dos direitos dos investidores e apresentam evidências empíricas de que essas regras protetivas dos investidores têm impacto no desenvolvimento do mercado financeiro e de capitais<sup>43</sup>.

No artigo intitulado *Law and Finance*, escrito por La Porta et al., os autores examinam as regras legais atinentes a direitos de acionistas e credores e a qualidade do *enforcement* (vinculação à lei ou capacidade de aplicação da lei) dessas regras legais, em 49 países<sup>44</sup>.

No presente tópico, interessam os métodos utilizados para a análise feita em relação à qualidade do *enforcement* e seu impacto quanto à adoção de uma regulação mais restritiva ou

<sup>42</sup> DJANKOV, S. et al. The Law and economics of self-dealing. **Journal of Financial Economics**, nº 88, 2008. GOSHENT, **The Efficiency of Controlling Corporate Self-Dealing**: Theory Meets Reality. California Law Review, Acesso em: 19 jul. 2018.

ATANASOV et al. **Law and Tunneling** [article], Acesso em: 05 ago. 2018.

FARRAR, John H; WATSON, Susan. **Self-Dealing, Fair Dealing and Related Party Transactions** – History, Policy and Reform [article]. Journal of Corporate Law Studies. Issue 2, 495, 2011. Disponível em: <[https://heinonline-org.sbp-proxy.fgv.br/HOL/Page?handle=hein.journals/corplstd11&div=19&start\\_page=495&collection=journals&set\\_as\\_cursor=0&men\\_tab=srchresults](https://heinonline-org.sbp-proxy.fgv.br/HOL/Page?handle=hein.journals/corplstd11&div=19&start_page=495&collection=journals&set_as_cursor=0&men_tab=srchresults)>. Acesso em: 19 jul. 2018.

CONAC, Pierre-Henri et al. Constraining Dominant Shareholders’ Self-dealing: the legal framework in France, Germany and Italy [article]. **European Company and Financial Law Review**. Issue 4, 491, 2007. Disponível em: <<file:///D:/Users/RBMV/Downloads/PierreHenriConacLucaEnriq.pdf>>. Acesso em: 04 set. 2018.

<sup>43</sup> BLACK, Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets, Acesso em: 11 jun. 2018.

GORGA, Érica. **Direito Societário Atual**. São Paulo: Elsevier, 2013. p. 89-90.

<sup>44</sup> LA PORTA, Rafael et al. Law and Finance. **The Journal of Political Economy**. v. 106, Issue 6. Dec, 1998. p. 1113-1155. Disponível em: <<https://www-jstor-org.sbp-proxy.fgv.br/stable/pdf/10.1086/250042.pdf?refreqid=excelsior%3A9c387756b08200e17a6d1c95fbeb586a>>. Acesso em: 05 jun. 2018.

menos restritiva.

Os autores embutem os seguintes componentes para a avaliação do *enforcement*: eficiência do sistema judicial, estado de direito, corrupção, risco de expropriação e risco de repúdio de contratos pelo governo. As principais medidas para a análise da qualidade do *enforcement*, porém, são as duas primeiras: eficiência do sistema judicial<sup>45</sup> e estado de direito. No âmbito do quesito estado de direito, a avaliação é mais sobre processo do que sobre o conteúdo das normas, ligando-se principalmente à estrutura do poder judiciário e a previsibilidade das decisões judiciais<sup>46</sup>.

Partem da premissa de que em um sistema perfeito de *enforcement*, haveria espaço para a adoção de regras legais flexíveis, nas quais os investidores pudessem optar por adotá-las ou não. De outra parte, em um sistema em que a qualidade do *enforcement* seja ruim, deve-se estimular regras legais ou regulatórias mais restritivas, como mecanismo de compensação.

A eficiência do sistema judicial e estado de direito será tratada como um único quesito, reportado, doravante, como funcionamento do sistema judicial.

Em artigo posterior, denominado *Law and Economics of Self Dealing*, escrito por Simeon Djankov et al<sup>47</sup>, os autores analisam regras legais de proteção dos investidores em transações realizadas em situação de conflito de interesses. Na abordagem realizada, utilizam-se de uma transação hipotética entre duas companhias sob controle comum<sup>48</sup> para analisar empiricamente como cada país pesquisado regula uma tal transação, sob os seguintes aspectos: *private enforcement e public enforcement*<sup>49</sup>.

Neste artigo, os autores propõem uma medida quanto à proteção dos acionistas minoritários, a qual determina a extensão da proteção legal dos minoritários em relação a transações que envolvam situações de conflitos de interesses e a relaciona com o grau de desenvolvimento do mercado de capitais de 72 países.

<sup>45</sup> Relacionado ao número de dias necessários para se resolver uma disputa comercial em juízo. DJANKOV, 2008. p. 22.

<sup>46</sup> “This factor is a procedural one, independent of the content of law. It is also very difficult to operationalize for empirical research, though it is estimated in some of investor guides.”. CROSS, Frank B. Law and Economic Growth. [article]. **Texas Law Review**. v. 80, Issue 7 (June 2002), pp. 1737-1776. Disponível em: <<https://heinonline-org.sproxy.fgv.br/HOL/LuceneSearch?terms=law+and+economic+growth&collection=all&searchtype=advanced&typea=text&tabfrom=&submit=Go&all=true>>. Acesso em: 20 jun. 2018.

<sup>47</sup> DJANKOV, 2008.

<sup>48</sup> “(...) transaction between two companies (“Buyer” and “Seller”) (...). We specify that Mr James owns 90% of Seller and 60% of Buyer, and that the latter is a publicly-traded firm. James is a Director of Buyer, has appointed 2 directors to Buyer’s 5-member board of directors, and his son is its CEO.” Ibid., p. 5.

<sup>49</sup> Por *public enforcement* entende-se toda ação legal e regulatória iniciada por órgãos do Estado. Conforme ARMOUR, John; HANSMA, Henry; KRAAKMAN, Renier. Agency problems and legal strategies. In: KRAAKMAN, Reinier et al. **The Anatomy of Corporate Law: a comparative and functional approach**. 3ª ed. Oxford University Press, 2017. p. 40.

No aspecto de *private enforcement*, é analisado primordialmente se, na existência de uma transação entre companhias sob controle comum, os países pesquisados possuem regras sobre *full disclosure*, quais são os procedimentos para a aprovação da transação e a facilidade que os acionistas minoritários possuem para processar os acionistas ou administradores em nome da companhia prejudicada, e quais são as chances de anulação da deliberação e de obter indenização em juízo e a capacidade de colher provas para tanto.

Seguindo essa linha, a medida do *private enforcement* é composta por um item denominado (i) *ex ante private control of self dealing*, que examina a existência de *full disclosure* da transação que envolve conflito de interesses e a sua aprovação por acionistas desinteressados, e por outro item denominado (ii) *ex post private control of self dealing*, que examina as barreiras que os acionistas minoritários têm para processar os acionistas controladores, obter a reparação de danos e anular a deliberação na esfera judicial.

Ou seja, percebe-se que o *ex ante private control of self dealing*, além de ligar-se à existência de uma divulgação apropriada da transação (*full disclosure*), examina o seu processo de aprovação, aferindo se a transação é aprovada por acionistas desinteressados ou se, alternativamente, é aprovada por Diretores, pelo Conselho de Administração ou em assembleia de acionistas na qual o acionista controlador, que é parte em ambos os lados da transação, exerce o seu direito de voto.

Quanto ao controle *ex post*, estaria ligado à ações posteriores dos acionistas prejudicados, dependentes do poder judiciário. Nessa linha, o artigo enfatiza que a análise feita leva em conta as dificuldades dos investidores minoritários em se opor a transações que resultem em extração de benefícios privados, não obstante todas as regras legais tenham sido observadas para a aprovação da transação, dando ênfase à capacidade de oposição dos investidores por meio de acesso ao judiciário (*facilitation of private litigation*).

Assim, conforme o artigo em questão, a lei pode regular uma transação que envolve conflito de interesses de forma a replicar uma transação feita em condições normais de negociação (*arm's length transaction*) – *ex ante control* – ou conceder os meios aos acionistas minoritários para se oporem a transações que impliquem em extração de benefícios privados do controle, por meio de acesso ao poder judiciário – *ex post control*.

No artigo, é demonstrado empiricamente que as medidas sobre *self-dealing* nele propostas estão associadas à redução dos benefícios privados do controle, sendo o valor do

prêmio de controle uma evidência de tal redução<sup>50</sup>.

Por fim, a conclusão dos autores, tendo em vista os resultados obtidos que correlacionam as regras sobre transações que envolvem conflito de interesses com o desenvolvimento do mercado de capitais, é no sentido de que regras de *full disclosure* e a aprovação por acionistas desinteressados são desejáveis em operações realizadas entre partes relacionadas, principalmente por trazerem a público informações com base nas quais os acionistas poderão votar ou tomar qualquer providência que entendam necessária, notadamente quanto a decisão sobre eventual litígio judicial.

## 2.4. As justificativas para a adoção do controle *ex ante* no Brasil

Como dito anteriormente, a regra legal do art. 115, § 1º é interpretada de duas formas: para aqueles que se filiam à corrente substancialista, o acionista que exerce o seu voto em conflito de interesses deve indenizar a companhia pelos danos causados, assim como a deliberação fica sujeita a ser anulada; e, para aqueles que se filiam à corrente formalista, verificada a existência do conflito de interesses, o acionista estará cautelarmente impedido de votar, de forma a evitar a prática do ilícito<sup>51</sup>.

Assim, para a corrente substancialista, o remédio jurídico para a solução do conflito é a anulação da assembleia e a indenização pelos danos sofridos<sup>52</sup> e, para a corrente formalista, o remédio jurídico é a suspensão momentânea do direito de voto do acionista.

Dessa forma, com a adoção da teoria do conflito formal, a CVM intervém por meio de

<sup>50</sup> Essa correlação é feita pelos autores em relação ao prêmio de controle que é pago no Brasil, considerado muito alto (49%), se comparado com a amostra dos demais países da pesquisa, cuja média nos países de *civil law* é de 16%. Em outra pesquisa, consta que o prêmio de controle pago no Brasil é de 65%, o maior de toda a amostra pesquisada. DYCK, Alexander; ZINGALES, Luigi. Private Benefits of Control: An International Comparison. **The Journal of Finance** 2, 537, 2004. Disponível em:

<<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1111/j.1540-6261.2004.00642.x>>. Acesso em: 13 ago. 2018.

<sup>51</sup> A ação inibitória se volta contra a possibilidade do ilícito, ainda que se trate de repetição ou continuação. Assim, é voltada para o futuro, e não para o passado. De modo que nada tem a ver com o ressarcimento do dano e, por consequência, com os elementos para a imputação ressarcitória – os chamados elementos subjetivos, culpa ou dolo. MARINONI, Luiz Guilherme. **Tutela inibitória e tutela de remoção do ilícito**. Disponível em: <<http://www.marinoni.adv.br/wp-content/uploads/2016/08/TUTELA-INIBIT%C3%93RIA-E-TUTELA-DE-REMO%C3%87%C3%83O-DO-IL%C3%8DCITO.pdf>>. Acesso em: 25 mai. 2018.

PORTO, Antonio Jose Maristrello. FRANCO, Paulo Fernando. Uma análise também econômica do direito de propriedade. In: **Economic Analysis of law review**. v. 7, nº 1, p. 207-232, Jan-Jun, 2016. Disponível em: <<https://portalrevistas.ucb.br/index.php/EALR/article/view/6473/pdf>>. Acesso em: 13 abr. 2018.

<sup>52</sup> Para que ocorra a anulação da deliberação é necessária a comprovação de que o voto proferido em conflito de interesses foi determinante para a formação da maioria. Nesse sentido, v. EIZIRIK, 2011, p. 664.

tutela de cunho inibitório, determinando que o acionista não poderá votar quando configurada uma situação de potencial conflito de interesses.

Trata-se de regulação *ex ante*, a qual promove, em tese, maior segurança jurídica, na medida em que pré-estabelece as condições em que os agentes regulados podem atuar, de forma geral e abstrata.

A priori, a regulação concorrencial *ex ante* apresenta-se mais sedutora por trazer consigo a tão desejada “segurança” jurídica – os agentes são informados *ab initio* das “regras do jogo”; sobre se sua atuação é bem vinda, e como ela deve se dar. A regulação *ex ante* é ainda a mais apropriada para as atividades econômicas onde se identifiquem as chamadas “falhas de mercado”, que prejudicariam ou até mesmo impediriam o funcionamento normal do mercado em um setor específico<sup>53</sup>.

De outra parte, a regulação *ex post*<sup>54</sup> regula os efeitos danosos das condutas, avaliadas individualmente.

As regras de controle sobre o *self-dealing* podem ser categorizadas igualmente em regras de propriedade, no sentido de que a disposição de determinados ativos pela companhia deve contar com o consentimento dos seus proprietários, no caso, os acionistas desinteressados – controle *ex ante* – e em regras de indenização, as quais permitem que a transação ocorra e seja aprovada pela parte conflitada, desde que haja a devida compensação para tanto, caso traga prejuízos – controle *ex post*<sup>55</sup>.

Para situações que apresentam certo dinamismo, a regulação *ex ante* pode representar uma rigidez indesejada. Note-se, por oportuno, que o voto proferido pelo Relator do caso Tractebel, ao acatar a teoria do conflito formal, consignou a seguinte ressalva:

57. Assim, receio que uma perspectiva muito rígida para os defensores da doutrina do conflito formal, possa levar-nos a ignorar a capacidade do mercado de, por mecanismos de governança, criar formas de mitigação e até resolver o problema do conflito de interesses. Vale dizer, a defesa exacerbada da posição formalista pode, eventualmente, fechar os olhos para soluções interessantes que o mercado apresente,

<sup>53</sup> NUNES, Simone Lahorgue. **Regulação concorrencial *ex ante* e inovações disruptivas**. Disponível em: <levysalomao.com.br>. Acesso em: 31 mai. 2018.

<sup>54</sup> O controle *ex post* no Brasil é estabelecido no artigo 115, § 4º, da Lei 6.404/1976, que determina que a deliberação tomada com o voto de acionista que tem interesse conflitante com o da companhia é anulável e que o acionista responderá pelos danos causados.

<sup>55</sup> GOSHENT, **The Efficiency of Controlling Corporate Self-Dealing: Theory Meets Reality**. California Law Review, Acesso em: 19 jul. 2018.

de acordo com cada caso concreto<sup>56</sup>.

O trecho do voto acima remete a questão atinente à flexibilidade regulatória, em linha com a teoria desenvolvida por Frank H. Easterbrook and Daniel R. Fischel, no artigo intitulado *The Corporate Contract*<sup>57</sup>. Segundo essa teoria, o próprio mercado premia ou pune as empresas, na pessoa de seus proprietários-administradores, não havendo necessidade de regulação, ou seja, as empresas poderiam optar por adotar regras próprias de governança e, nessa condição, se sujeitariam a um julgamento do mercado sobre as regras adotadas<sup>58</sup>. Seria o caso de não intervenção, sem nenhum mecanismo obrigatório de controle sobre as transações que envolvam conflito de interesses<sup>59</sup>.

Porém, repetindo o que foi dito anteriormente, segundo a teoria do *Law and Finance*, apenas em um sistema perfeito de *enforcement* haveria espaço para a adoção de regras legais flexíveis, nas quais os investidores pudessem optar por adotá-las ou não<sup>60</sup>.

Note-se que relativamente aos dois sistemas que são abordados para o controle do *self-dealing*, o controle *ex ante* é considerado mais rígido, uma vez que toda transação que envolve conflito de interesses pode ser objeto de uma ação regulatória prévia, notadamente quanto a sua aprovação por acionistas desinteressados, enquanto que o controle *ex post* só exige a intervenção estatal caso haja discordância entre os acionistas<sup>61</sup>.

Assim, a eficiência quanto à adoção de um ou outro sistema está diretamente ligada as características do ambiente em que se estabelece, notadamente em relação à existência de um

<sup>56</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Decisão do Colegiado. **Processo CVM nº RJ 2009/1379**. Rio de Janeiro, 9 de setembro de 2010. Disponível em:

<[http://www.cvm.gov.br/decisooes/2010/20100909\\_R1/20100909\\_D09.html](http://www.cvm.gov.br/decisooes/2010/20100909_R1/20100909_D09.html)>. Acesso em: 23 mar. 2018.

<sup>57</sup> EASTERBROOK, Frank H; FISCHEL, Daniel R. *The Corporate Contract*, 1989. (89 *Columbia Law Review*, 1.416). **Columbia Law Review**, v. 89, nº 7, Contractual Freedom in Corporate Law (Nov., 1989), pp. 1416-1448. Disponível em: <<https://www-jstor-org.sproxy.fgv.br/stable/pdf/1122807.pdf?refreqid=excelsior%3A909ed676e79d5c27ee6d7776ee4dc074>>. Acesso em: 05 jun. 2018.

<sup>58</sup> To sum up: self-interested entrepreneurs and managers, just like other investors, are driven to find the devices most likely to maximize net profits. If they do not, they pay in lower prices for corporate paper. (...) The firms and managers that make the choices investors prefer will prosper relative to others. *Ibid.*, Acesso em: 05 jun. 2018.

<sup>59</sup> It is inevitable that a substantial amount of undesirable slack of self-dealing will occur. The question is whether these costs can be cut by mechanisms that are not themselves more costly. We accept some costly conduct because the costs of remedy are even greater. *Ibid.*, Acesso em: 05 jun. 2018.

<sup>60</sup> A closely related question is whether more restrictive rules, which reduce the choices available to company founders, are necessarily more protective of shareholders than the alternative of greater flexibility. In an environment of perfect judicial enforcement, the benefits of flexibility probably outweigh the risks when entrepreneurs use nonstandard corporate charters to take advantage of investors, since investors can appeal to a court when they are expropriated in an unanticipated way. LA PORTA, Rafael et al. *Law and Finance*. Acesso em: 05 jun. 2018.

<sup>61</sup> GOSHENT, **The Efficiency of Controlling Corporate Self-Dealing: Theory Meets Reality**. *California Law Review*, Acesso em: 19 jul. 2018.

sistema judiciário que seja sofisticado o suficiente para lidar com a complexidade dessas transações, que atue rapidamente a fim de prevenir indevidas expropriações de acionistas minoritários e que produza suas decisões em prazo razoável<sup>62</sup>.

Em resumo, pode-se dizer que regras regulatórias mais restritivas seriam um mecanismo de compensação pela baixa qualidade de *enforcement*, considerando o funcionamento do sistema judicial como componente que mede a qualidade do *enforcement*.

Nessa linha, a falta de qualidade do funcionamento do sistema judicial no Brasil foi uma das motivações utilizadas no voto do Diretor Marcos Pinto no caso Tractebel, para justificar a adoção da teoria do conflito formal de interesses:

24. Mas o principal e cabal argumento contra a tese do controle a posteriori dos casos de conflito de interesses não está nos aspectos apontados acima. O principal argumento é funcional. O § 1º do art. 115 existe para evitar que a companhia sofra prejuízos em situações nas quais é grande o risco de que o acionista venha atuar em benefício próprio. Deixando o acionista votar, ignora-se esse risco e abre-se espaço para que ocorra justamente o que a lei procurou evitar.

25. Esse risco é tanto maior, a meu ver, num país como o nosso, em que as demandas judiciais ainda são extremamente lentas. Aqui, ações propostas para responsabilizar acionistas controladores demoram anos, senão décadas. Além disso, elas encontram um judiciário pouco preparado para julgar causas de direito societário. Portanto, no Brasil mais do que em qualquer lugar do mundo, a proibição de voto é fundamental nos casos de conflito de interesses<sup>63</sup>.

Nos termos do trecho do voto acima, com base em argumentação consequencialista<sup>64</sup> expõe-se a incompatibilidade da adoção de um controle *ex post* com a realidade do sistema judicial brasileiro.

<sup>62</sup> BLACK, Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets, Acesso em: 11 jun. 2018.

<sup>63</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários, **Processo CVM nº RJ 2009/1379**, Acesso em: 23 mar. 2018. Essa mesma argumentação é utilizada pelo Diretor Marcos Pinto no caso Duratex para a determinação do impedimento de voto por benefício particular: 3.10 Poderíamos cogitar, é claro, de uma análise *ex post* dos efeitos da deliberação. Ou seja: deixaríamos o acionista votar e verificaríamos, posteriormente, os benefícios ou prejuízos que isso causou. Todavia, essa alternativa não é nada recomendável num sistema jurídico como o nosso, cujo processo judicial é lento e não-especializado. (...) 3.12 Por outro lado, o risco de deixar o controlador votar seria imenso. Como já disse em outras ocasiões, a CVM e o Judiciário não estão em boa posição para reprimir e reparar o abuso de poder de controle em operações societárias. Isso gera fortes incentivos econômicos para que os controladores se beneficiem às custas da companhia e dos acionistas minoritários. BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo CVM nº RJ 2009/5811**, Rio de Janeiro, 28 jul. 2009. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0006/6594-0.pdf>>. Acesso em: 02 nov. 2018.

<sup>64</sup> “(...) as decisões de agências reguladoras brasileiras – conquanto formalmente adstritas à aplicação da lei e da normatização. Infralegal – lançam mão com grande frequência de argumentos relativos aos efeitos concretos de sua decisão.” PARGELANDER, Mariana. SALAMA, Bruno Meyerhof. Direito e consequência no Brasil: em busca de um discurso sobre o método In: **Revista de Direito Administrativo**. v. 262. Rio de Janeiro: FGV, jan-abr/2013 pp. 95-144.

Chega-se à conclusão, portanto, que a adoção da teoria do conflito formal é medida que pode compensar um controle *ex post* frágil das transações que envolvam conflito de interesses, em razão da baixa qualidade do funcionamento do sistema judicial brasileiro<sup>65</sup>.

Um exemplo desse tipo de compensação entre controle *ex ante* e controle *ex post*, ao inverso, é o que ocorre nos EUA: especificamente em Delaware, uma transação envolta em conflito de interesses pode ser aprovada pelo conselho de administração de uma companhia, com a participação da parte conflitada. Porém, é muito fácil questionar tal transação em juízo, sendo que a parte conflitada é que deverá provar que a transação é justa e equitativa (*fair dealing and fair price*)<sup>66</sup>.

Note-se que a adoção de regra mais flexível (controle *ex post*) parece se ajustar nesse caso, uma vez que a Corte de Delaware é reconhecida por sua especialização em matéria de direito societário, eficiência e rapidez compatível com a que o mundo corporativo requer<sup>67</sup>.

No caso do Reino Unido, porém, em que pese a lei determinar o controle *ex post*, as regras de listagem da bolsa de valores estabelecem o controle *ex ante*. A falta de expertise das cortes inglesas em matéria de direito societário, que pode tornar não efetiva a proteção concedida pela lei, e a presença massiva de investidores institucionais, podem ser as razões pelas quais a bolsa de valores de Londres adotou a regra regulatória mais restritiva para a proteção dos investidores<sup>68</sup>.

Cite-se, para corroborar a alegada má qualidade do funcionamento do sistema judicial

---

<sup>65</sup> A deficiência do sistema judicial brasileiro como argumento para a adoção da teoria formal do conflito de interesses foi rechaçada no voto proferido pelo Diretor Gustavo Gonzales, no caso Emae, nos seguintes termos: 53. (...) Uma das principais justificativas para o conflito formal é o fato de que nosso sistema judicial seria lento e não especializado. Sobre esse ponto, gostaria de fazer cinco considerações, em complemento aos argumentos já trazidos.

54. A primeira delas é que tal argumento não deveria permitir que se alterasse o regime da lei em sede administrativa. Em segundo lugar, assinalo que a esmagadora maioria das companhias que hoje obtêm o registro de companhia aberta listam suas ações nos segmentos diferenciados de listagem da bolsa, em especial no Nível 2 e no Novo Mercado. Os Regulamentos de Listagem dos referidos níveis exigem que a companhia, seus acionistas, administradores e membros do conselho fiscal resolvam qualquer controvérsia que possa surgir entre eles por meio de arbitragem.

55. Esse ponto deve ser considerado quando se reclama da falta de sofisticação ou da morosidade do judiciário. A arbitragem não é, a toda evidência, uma solução perfeita para esse problema, mas não podemos olvidar que o seu uso crescente em questões societárias pode ter solucionado, em larga medida, o problema de falta de expertise da instância de supervisão (...).

<sup>66</sup> “Here (...) “smell test” is a fitting metaphor for describing the work done by the judge in examining whether the transaction is entirely fair.”. DJANKOV, 2008. p. 19.

<sup>67</sup> “More than half of publicly traded firms are incorporated in Delaware, and in many law schools in the United States, Delaware corporate law has become virtually synonymous with American corporate law.”. GOSHEN, Zohar; HANNES, Sharon. **The death of corporate law**. European Corporate Governance Institute (ECGI). Law working paper n 402/2018, Columbia Law and Economics Working Paper, 2018. Disponível em: <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3171023](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3171023)>. Acesso em: 14 out. 2018.

<sup>68</sup> GOSHENT, **The Efficiency of Controlling Corporate Self-Dealing**: Theory Meets Reality. California Law Review, Acesso em: 19 jul. 2018.



brasileiro, questão recente acerca da divulgação da remuneração de executivos das companhias abertas brasileiras.

Em 2010, o Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças – IBEF ajuizou ação contestando o conteúdo de normas expedidas pela CVM<sup>69</sup> que estabeleceram a obrigação de as companhias abertas divulgarem a remuneração mínima, máxima e média de seus administradores e o número de membros remunerados, por suposta contradição com o que dispõe a Lei 6.404/1976<sup>70</sup>.

A sentença de primeira instância acolheu os argumentos do IBEF e proibiu a CVM de exigir a divulgação da remuneração dos administradores, na forma das normas acima referidas, sentença esta que foi reformada pelo TRF da 2ª região, em Acórdão que autorizou a aplicação das regras em questão pela CVM, datado de junho de 2018. Assim, a questão foi decidida pelo TRF da 2ª região, no sentido de reformar a decisão *a quo*, para permitir que a CVM exija, na forma de seus normativos, a observância da referida regra de divulgação das remunerações, frise-se, oito anos depois da sentença de primeiro grau<sup>71</sup>.

Adicione-se a isso que foi interposto recurso contra a decisão do TRF-2ª região ao Superior Tribunal de Justiça e ao Supremo Tribunal Federal, devendo-se concluir, não obstante a ausência de efeito suspensivo, que o processo judicial se arrastará por mais alguns anos até a sua solução definitiva<sup>72</sup>.

O pagamento de salários a administradores em valores acima dos de mercado é uma das formas clássicas de extração de benefícios privados pelos acionistas controladores<sup>73</sup> e, por essa razão, regras de *disclosure* mais rígidas do que a adotada pela CVM foram adotadas em diversas jurisdições<sup>74</sup>. Portanto, a demora da decisão judicial quanto à definição sobre a

<sup>69</sup> Instruções CVM 480/2009 e 481/2009.

<sup>70</sup> De acordo com o art. 152 da Lei 6.404/1976, a companhia pode optar pela divulgação da remuneração global ou individual dos administradores.

<sup>71</sup> FRAZÃO, Ana. **Divulgação da Remuneração de Administradores de Companhias Abertas**: a recente decisão do TRF-2ª Região e a questão da transparência do mercado de capitais. Disponível em: <<https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/constituicao-empresa-e-mercado/remuneracao-companhias-abertas-30052018>>. Acesso em: 08 ago. 2018.

<sup>72</sup> PIMENTA, Guilherme. Vamos até o STF, diz advogado do IBEF sobre divulgação salarial de executivos. **JOTA**, São Paulo, mai. 2018. Disponível em: <<https://www.jota.info/tributos-e-empresas/mercado/vamos-ate-o-stf-diz-advogado-do-ibef-sobre-divulgacao-salarial-de-executivos-28052018>>. Acesso em: 08 ago. 2018.

<sup>73</sup> “The use of a company’s money to pay for perquisites is the most visible but not the most important way in which corporate resources can be used to the sole (or main) advantage of the controlling party.”. DYCK; ZINGALES, **Private Benefits of Control: An International Comparison**, Acesso em: 13 ago. 2018, p. 540. “Compensation Agreements while technically a form of self-dealing, are unavoidable for companies thus less suspect. Nevertheless (...) there is an obvious risk of collusion among senior managers and the board in setting compensation levels.”. ENRIQUES In: KRAAKMAN, 2017, p. 145.

<sup>74</sup> “Jurisdictions have also broadly converged in required disclosure of individual manager’s compensation. In the U.S., companies traded on a public market must disclose all compensations paid to the CEO, the CFO and the three other most highly compensated executives.”. Ibid., p. 149.

implementação de uma regra que é de absoluto consenso em relação a sua função de proteção dos investidores minoritários, pode ser apresentada como evidência recente, com efeitos no âmbito do mercado de capitais, do mal funcionamento do sistema judicial brasileiro, menos pelo seu conteúdo e mais pela lentidão e imprevisibilidade quanto ao desfecho<sup>75</sup>.

Assim, tendo em vista a ineficiência do sistema judicial brasileiro, a adoção de regra de controle *ex post* pode significar, na prática, a ausência de qualquer regra a respeito do controle das transações que envolvam conflito de interesses<sup>76</sup>.

---

<sup>75</sup> "(iii) *Enforcement*. The strength of legal protections depends upon the expectations of speedy and predictable enforcement.". DYCK; ZINGALES, **Private Benefits of Control: An International Comparison**, Acesso em: 13 ago. 2018, p. 576.

<sup>76</sup> "Consequently, a regime where the courts are inaccessible should be regarded as a system of nonintervention.". GOSHENT, **The Efficiency of Controlling Corporate Self-Dealing: Theory Meets Reality**. California Law Review, Acesso em: 19 jul. 2018, p. 408.

### 3. PROCESSOS ADMINISTRATIVOS

Conforme se discorreu na Introdução, desde 2001, por meio de decisões de seu Colegiado, a CVM experimentou algumas idas e vindas em relação à teoria adotada – conflito formal ou material – quando da aplicação da regra legal atinente ao exercício de direito de voto do acionista quando identificado um potencial conflito de interesses.

Neste capítulo, abordaremos o caso TIM, o caso PREVI, o caso TRACTEBEL, o caso ENEVA, o caso ELETROBRAS e o caso EMAE. O caso da Forjas Taurus<sup>77</sup> trata de conflito estabelecido entre o acionista-administrador, em razão do voto do acionista proferido para suspender a AGE, que tinha como item da ordem do dia a propositura de ação de responsabilidade contra si mesmo, na qualidade de administrador. Assim, em que pese tratar do tema sobre o impedimento de voto do acionista, esse caso não será abordado por se entender que essa questão pertence a uma outra esfera de conflito de interesses<sup>78</sup>.

#### 3.1. Narrativa da justificação das decisões

A partir da narrativa das decisões, pretende-se percorrer os julgados realizados desde o caso TIM, pela ótica das justificativas apresentadas para a determinação do impedimento de voto do acionista ou para a aplicação de sanção pelo seu exercício em contrariedade ao que dispõe o art. 115, § 1º, com o objetivo de descrever, por meio dos votos proferidos pelos integrantes do Colegiado, o passo a passo da formação dos diversos precedentes apresentados na Introdução e que auxiliam na compreensão dos critérios que a CVM utilizou para a determinação do impedimento de voto.

---

<sup>77</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Decisão do Colegiado. **Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ2014/10556**. Rio de Janeiro, 24 de outubro de 2017. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Acesso em: 31 jan. 2018.

<sup>78</sup> O conflito de interesses de que tratam os citados precedentes da CVM (caso TIM, caso PREVI, o caso TRACTEBEL, o caso ENEVA, o caso ELETROBRAS e o caso EMAE) refere-se à possibilidade de extração ou desvio de valor da companhia por meio da compra e venda de ativos, da prestação de serviços ou de outros atos de disposição de bens ou direitos. Vide notas de referência 8 e 9.

### 3.1.1. Caso TIM

Trata-se de processo administrativo sancionador (Inquérito Administrativo CVM n.º RJ 2001/4977), por meio do qual foi imputada pena de multa ao acionista controlador e ao Presidente da CTMR Celular S.A. (CTMR), em razão do exercício do direito de voto em contrariedade ao artigo 115, § 1º, da Lei n.º 6.404/1976, julgado em 19.12.2001.

Participaram do julgamento os seguintes membros do Colegiado: Diretores Norma Jonssen Parente (Relatora), Luiz Antonio Sampaio Campos, Marcelo F. Trindade, Wladimir Castelo Branco Castro e o Presidente, José Luiz Osorio de Almeida Filho.

O caso examinado pela Autarquia, acerca do suposto impedimento de voto do acionista, envolveu a celebração de negócio jurídico entre a CTMR e a Telecom Italia Mobile (TIM), sua controladora indireta, aprovado em assembleia geral pela Tele Sul Celular Participações S.A. (Tele Sul), empresa essa controlada pela TIM e controladora da CTMR.

O negócio jurídico em questão, celebrado entre a controladora indireta e a controlada, consistia no pagamento de royalties, pela CTMR para a TIM, pela cessão do uso da marca TIM.

O Diretor-Presidente da Tele Sul também foi condenado ao pagamento de pena de multa por infração ao disposto no art. 115, § 1º, “uma vez que cabia a ele exclusivamente o exercício do poder de controle na CTMR”<sup>79</sup>.

Em seu voto vencedor, a Diretora relatora apresentou os seguintes fundamentos para votar pela aplicação de penalidade por infração ao disposto no art. 115, § 1º: 1. Pelo fato de o acionista controlador figurar dos dois lados da relação contratual, em negócio consigo mesmo; e 2. Por não ter sido demonstrado para os demais acionistas que “o contrato atendia às condições equitativas e comutativas ou que não havia favorecimento ao controlador”<sup>80</sup>.

A Diretora Relatora argumentou, outrossim, que a lei emprega a palavra conflito em sentido lato, abrangendo qualquer situação em que o acionista estiver negociando com a sociedade.

Em uma análise do referido voto, verifica-se que não foi realizado um esforço interpretativo do art. 115, § 1º para se chegar à conclusão de que o acionista controlador não poderia ter votado na assembleia geral que deliberou sobre a celebração de negócio jurídico

---

<sup>79</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Decisão do Colegiado. **Inquérito Administrativo n.º RJ 2001/4977**. Rio de Janeiro, 19 de dezembro de 2001. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Acesso em: 31 jan. 2018.

<sup>80</sup> Ibid., Acesso em: 31 jan. 2018.

entre a controladora indireta e a controlada, pois a Diretora apresenta como premissa a impossibilidade do voto sobre contrato com a própria companhia, por pessoa que seja parte interessada no negócio.

De outra parte, utilizou argumentos que aderem a uma análise substancial sobre a existência do conflito, qual seja, o da condição equitativa do negócio. No caso, argumentou que não foram demonstradas as condições equitativas do negócio celebrado entre a companhia e o seu controlador indireto.

A Diretora inverte o ônus da prova para considerar que o acionista fica impedido de votar caso não comprove que os contratos foram celebrados em condições equitativas. Como dito nas seções anteriores, o exame do interesse pessoal do acionista no caso concreto (se voltado para extrair benefícios, em prejuízo da companhia) e o caráter economicamente injusto ou não equitativo de negócio, integram o juízo de mérito sobre a existência de conflito e não se coadunam com a adoção da teoria formal.

Verifica-se, assim, a utilização de fundamentos próprios da teoria material, para determinar o impedimento do voto.

Foram votos vencidos os Diretores Marcelo Trindade e Luiz Antonio Sampaio Campos.

Em seu voto, o Diretor Marcelo Trindade, para determinar o impedimento de voto da Tele Sul com fundamento diverso da Diretora Relatora, utiliza-se da interpretação do art. 115, § 1º, amparado pela literatura especializada no tema, para redefinir o conceito previsto na lei de “benefício particular”<sup>81</sup>.

De acordo com a sua visão sobre o conceito de “benefício particular”, enquadram-se nessa definição os contratos bilaterais celebrados entre a companhia e o acionista (onde o benefício seria a contraprestação). Para o Diretor, as hipóteses perceptíveis de conflito de interesses, nas quais se possa “atestar prévia e indubitavelmente que a deliberação trará benefício ao acionista, não extensível aos demais ou a companhia, são de benefício particular”, e não de conflito de interesse, o qual deve ser apreciado *ex post*.

Assim, para o Diretor Marcelo Trindade, excluem-se da definição de conflito de interesses, para efeitos da regra do art. 115, § 1º, as hipóteses perceptíveis de conflito de interesse nas quais se enquadram os contratos bilaterais celebrados entre a companhia e o seu controlador indireto.

---

<sup>81</sup> Nesse ponto, pessoalmente, me parece que a opinião mais acertada é a do Professor **Comparato**, com a distinção de que, a meu ver, tratando-se de contrato entre o acionista e a companhia, a hipótese é de benefício particular, e não de conflito de interesses genericamente considerado – dado também que tal conflito deve ser apreciado *ex post*. BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários, **Inquérito Administrativo n.º RJ 2001/4977**, Acesso em: 31 jan. 2018.

Em voto divergente da Relatora, o Diretor Luiz Antônio de Sampaio Campos centrou os seus argumentos para defender que a teoria adotada deve ser a do conflito material, ancorado na literatura e jurisprudência nacional e internacional sobre o tema, as quais cita largamente em seu voto, mormente a literatura e jurisprudência italianas e na interpretação dos dispositivos da Lei nº 6.404/1976<sup>82</sup>.

Após discorrer sobre a liberdade que o acionista deve ter no exercício do seu direito de voto, defende que é esse “o espírito que presidiu o art. 115 da Lei nº 6.404/1976 e seus parágrafos”<sup>83</sup>, citando argumentos de autores especializados no tema.

Mais adiante, em contraposição ao voto da Relatora, procura definir o que há de ser entendido por conflito de interesses:

27. A expressão conflito de interesse tem de ser examinada na sua acepção técnica.
28. Primeiramente, deve ficar dito que o interesse em conflito teoricamente há de ser extrasocial, não decorrente da situação de sócio do acionista. Este interesse extrasocial, estranho mesmo à relação social, é que deve se contrapor ao interesse social. A contraposição entre interesses de acionista não autoriza a aplicação do parágrafo 1º do artigo 115 da Lei nº 6.404/76.”
29. Mais ainda, esta contraposição, este conflito, deve ser substancial, não formal, efetivo e inconciliável. Seria aquele conflito de interesse que não permitiria a convergência ou a conciliação, mas que, por atendimento do interesse de uma das partes, necessariamente se exigiria o sacrifício da outra parte. Para se alcançar um interesse, ter-se-ia invariavelmente que prejudicar o outro.

Para dar suporte ao conceito de conflito de interesses proposto, o Diretor, novamente, procura se ancorar na literatura especializada, nacional e internacional.

O Diretor aborda a questão relativa ao conflito ser de ordem indireta, uma vez que a companhia votante (Tele Sul) não estaria diretamente interessada na questão, nem dela se beneficiaria, pois quem irá celebrar o contrato com a CTMR é a TIM. Nessa linha, critica o fato de que não houve prova da determinação ou do direcionamento do voto da Tele Sul pela TIM, ou de ter agido como mero instrumento da controladora e entende que só se pode afirmar, no caso concreto, que a CTMR estava em situação de decidir entre o seu interesse direto, como acionista, e o interesse de sua acionista controladora. Conclui, ao final, que essa situação não possui amparo no art. 115, § 1º, pois esse dispositivo cuida de conflito próprio e não de terceiro.

---

<sup>82</sup> “Isto tudo serve para demonstrar que a tônica nacional, de ontem e de hoje, e mundial, é no sentido de que o conflito de interesse deve ser apreciado em cada caso, mediante a verificação de que o acionista interessado, ao manifestar seu voto, sacrificou o seu voto em virtude de seu benefício extrassocietário.”. BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários, **Inquérito Administrativo n.º RJ 2001/4977**, Acesso em: 31 jan. 2018.

<sup>83</sup> Ibid., Acesso em: 31 jan. 2018.

Nessa ordem de raciocínio ressaltou o fato de que a CTMR possui acionistas minoritários e de que todos os presentes votaram favoravelmente à celebração do contrato, não havendo indicativo de que houve abuso da personalidade jurídica da CTMR ao votar matéria do interesse de sua acionista controladora.

O Diretor discordou da definição proposta pelo Diretor Marcelo Trindade para o conceito de benefício particular, mais uma vez com amparo em literatura especializada sobre o tema.

97. Dito de outra forma, a questão do benefício particular, da vantagem, decorre do tratamento do acionista na qualidade de acionista, e não em outra situação em que eventualmente se encontre o acionista, pois, nesta hipótese, parece-me se enquadrar o conflito de interesses.

98. Tal ao meu ver, não se confunde, contudo, com o pagamento de uma contraprestação ou do exercício de um direito de acionista pelo acionista. Assim é que o pagamento ao acionista relativamente a um contrato não rompe essa igualdade, uma vez que o valor que este acionista receberá será a contraprestação do objeto do contrato. Não recebe ele este valor por ser acionista, nem celebra ele o contrato por ser acionista. O ponto central parece-me ser que aqueles que se encontram na mesma situação jurídica perante a companhia, na qualidade de acionista, devem ser tratados igualmente. No caso específico, parece-me não haver tal violação.

Ao final de seu voto, o Diretor, filiando-se à corrente substancialista, votou pela absolvição dos indiciados, tendo em vista que não houve prova de ter havido sacrifício do interesse social e nem da lesividade do negócio.

O Diretor, Wladimir Castelo Branco Castro, e o Presidente, José Luiz Osorio de Almeida Filho, acompanharam o voto da Relatora, tendo prevalecido o entendimento de que, havendo um conflito aparente de interesse, o acionista deve se abster de votar, em razão da filiação dos autores dos votos prevalecentes à corrente formalista, tendo sido aplicada penalidade por afronta à regra do art. 115, § 1º.

Em sede de recurso voluntário interposto em face da decisão acima, o CRSFN manteve a decisão da CVM quanto à aplicação da pena de multa à Tele Sul, provendo o recurso e “convolvendo em arquivamento a decisão primitiva que sancionou com penas de advertência e de multa pecuniária no valor de R\$ 20.000,00 (vinte mil reais) Álvaro Pereira de Moraes Filho<sup>84</sup>.

---

<sup>84</sup> BRASIL. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. Decisão do Colegiado. Distrito Federal, 21 de janeiro de 2004. **DOU de 15.04.2004**. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/crsfn/download.asp?arquivo=ACÓRDÃO-CRSFN-4690-04.doc>>. Acesso em: 16 mar. 2018.

### 3.1.2. Caso Previ

Um ano após o Caso TIM, o Colegiado da CVM, com uma nova composição, julgou processo sancionador instaurado contra a Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (Previ) e a Fundação Sistel de Seguridade Social (Sistel), por supostamente terem exercido os seus direitos de voto em desconformidade com a regra do art. 115, § 1º, da Lei 6.404/1976<sup>85</sup>.

Previ e Sistel possuíam participação acionária indireta, em percentual de 19,90%, na Telemar Participações S.A. (TELEMAR) e participação direta de 9,5% na Tele Norte Leste Participações S.A. (Tele Norte Leste). A TELEMAR, por seu turno, era controladora direta da Tele Norte Leste.

O que motivou a proposta de abertura do inquérito pela Superintendência de Relações com Empresas da CVM (SEP) por suposta infração ao art. 115, § 1º, foram as participações que Previ e Sistel detinham em ambas as companhias.

O caso examinado pela Autarquia, sobre o suposto impedimento de voto da Previ e da Sistel, envolve a aprovação em assembleia geral da Tele Norte Leste Participações S.A. (Tele Norte Leste) de um “contrato de prestação de serviços gerenciais”<sup>86</sup> a ser celebrado entre a TELEMAR e as companhias concessionárias, controladas pela Tele Norte Leste.

Segundo o Relatório, a aprovação da matéria na assembleia da Tele Norte Leste se deu com os votos da Previ, da Sistel e dos Fundos Mútuos de Investimento em Ações dos quais a Previ e a Sistel eram os únicos cotistas, participação essa que em conjunto representava 9,5% do Capital da Tele Norte Leste.

Participaram do julgamento os seguintes membros do Colegiado: Diretores Norma Jonssen Parente (Relatora), Luiz Antonio Sampaio Campos, Wladimir Castelo Branco Castro (Relator do voto vencedor) e o Presidente, Luiz Leonardo Cantidiano.

O voto da Diretora Relatora é novamente guiado pela filiação à corrente formalista, conforme examinado no caso TIM, desta vez, porém, citando largamente a literatura nacional e internacional sobre o tema.

---

<sup>85</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Decisão do Colegiado. **Inquérito Administrativo CVM nº RJ 2002/1153**. Rio de Janeiro, 06 de novembro de 2002. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2002/20021106\\_PAS\\_RJ20021153.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2002/20021106_PAS_RJ20021153.pdf)>. Acesso em: 15 mai. 2018.

<sup>86</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários, **Inquérito Administrativo CVM nº RJ 2002/1153**, Acesso em: 15 mai. 2018.



Segundo a Diretora, a Lei sequer permite que se discuta o significado de conflito de interesses:

29. Segundo, porque como dito, a lei brasileira é clara e proíbe liminarmente o voto ao acionista que estiver em conflito de interesse. A lei sequer permite que se discuta a significância do conflito. Simplesmente, havendo conflito, proíbe o voto. A lei tampouco excepciona a regra para permitir o voto em conflito desde que exercido no interesse da companhia. A lei é taxativa, seu teor não comporta exceções. A lei optou por liminarmente proibir o voto. Permitir o voto, para depois questionar-se sobre a existência de dano ou mesmo se havia ou não conflito de interesses só tumultuaria a vida da sociedade, com as incertezas que podem advir de discussões judiciais, que dependem de provas complexas e que terminam gerando incertezas quanto aos seus rumos. Portanto, a preservação da harmonia e da segurança da atividade empresarial, também, impunham medida preventiva.

Mais a frente, porém, repete o seu argumento do voto anterior de que “a lei emprega a palavra conflito em sentido lato abrangendo qualquer situação em que o acionista estiver negociando com a sociedade”<sup>87</sup>.

Em consequência, entendeu inadmissível o exercício do voto pela Previ e pela Sistel, em razão dessas companhias possuírem participação acionária (minoritária) tanto na Tele Norte Leste quanto na Telemar, tratando-se, “em última análise, de um negócio consigo próprio”<sup>88</sup>. Deveriam, portanto, absterem-se de votar ante a situação de evidente conflito de interesse.

Argumenta que “os efeitos da vantagem patrimonial são evidentes, seja pelo recebimento de recursos (financeiros), através do pagamento de dividendos pela Telemar (companhia em que a participação acionária de Previ e Sistel era superior à da Tele Norte Leste), seja pela variação patrimonial positiva da Telemar em função da remuneração recebida (econômico)”<sup>89</sup>.

Nesta volta, a Diretora lança argumentos relativos à observância do princípio da moralidade e da necessidade de proteção ao acionista minoritário para justificar a proibição do voto do acionista que esteja em situação de conflito de interesses.

Ao final, votou pela aplicação de pena de multa aos acusados pelo voto exercido em conflito de interesse.

Em voto divergente, o Diretor Wladimir Castelo Branco Castro, que no caso TIM havia

<sup>87</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários, **Inquérito Administrativo CVM nº RJ 2002/1153**, Acesso em: 15 mai. 2018.

<sup>88</sup> Ibid., Acesso em: 15 mai. 2018.

<sup>89</sup> Ibid., Acesso em: 15 mai. 2018.

acompanhado o voto da Diretora Relatora, neste caso, em direção oposta, manifestou-se no sentido de que o conflito deve ser analisado *a posteriori*, filiando-se à corrente substancialista.

O Diretor Luiz Antonio Sampaio Campos em seu voto reconhece que a divergência principal está no conceito de conflito de interesse, que para ele é “eminentemente jurídico, com raízes profundas na teoria geral do direito e longamente embasado pelos teóricos do direito processual civil”<sup>90</sup>.

Assim, tenta compor os elementos que, em sua visão, integrariam o conceito de conflito de interesse: o interesse deve ser extrassocial, não decorrente da situação de sócio da companhia; deve haver “choque de interesses, uma colisão entre o interesse social e o do acionista, de modo que um não poderia prevalecer sem o outro”<sup>91</sup>, característica que o Diretor afirma ser incompatível com o conflito formal.

Assim como em seu voto proferido no caso TIM, apoia-se na literatura nacional e internacional, citando novamente inúmeros autores e, após afirmar que “os conceitos jurídicos (indeterminados) devem ser definidos pela doutrina”<sup>92</sup>, assevera que a tese que prevalece com grande folga na doutrina é o entendimento do exame caso a caso da situação do conflito de interesses, que deveria ser substancial, e não apenas formal.

O Diretor faz também uma análise consequentialista em relação à adoção da teoria formal:

Caso a tese da ocorrência do conflito formal, do duplo interesse prevaleça, os fundos de pensão, os fundos de investimento e outros investidores que detêm participações precipuamente minoritárias – mas relevantes – em diversas sociedades, concorrentes até, estariam ao fim e ao cabo, proibidos de exercer seu voto, pois teriam, em todas as deliberações, um duplo interesse. Haveria sempre a dúvida se estariam votando na assembleia em benefício de seu interesse como acionista da companhia específica ou da outra companhia concorrente da qual também são acionistas. É de se ressaltar, inclusive, que o resultado de uma tal interpretação seria contrário ao que a própria CVM vem incentivando, ou seja, a uma participação mais efetiva de tais investidores nas companhias.

Por fim, considerando filiar-se à corrente substancialista, o Diretor votou pela absolvição dos acusados em razão de não ter sido comprovado que houve sacrifício do interesse social da Tele Norte Leste, nem que tenha havido qualquer lesividade com a aprovação da

<sup>90</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários, **Inquérito Administrativo CVM nº RJ 2002/1153**, Acesso em: 15 mai. 2018.

<sup>91</sup> Ibid., Acesso em: 15 Mai. 2018.

<sup>92</sup> Ibid., Acesso em: 15 mai. 2018.

celebração do contrato com a Telemar.

O Presidente Luiz Leonardo Cantidiano, por entender que os interesses da Telemar e de seus acionistas indiretos, Previ e Sistel, eram convergentes com os interesses da companhia (Tele Norte Leste) e não conflitantes – explicando as razões pelas quais haveria a convergência dos interesses –, divergiu do voto da Relatora. Também utilizou como fundamento, para a absolvição dos acusados, o fato do voto proferido em assembleia não ser de “contraparte direta da sociedade (Tele Norte Leste), constituindo-se em simples acionistas minoritários”.

O resultado da decisão do colegiado, em decisão por maioria, foi a absolvição dos acusados. A CVM, na forma da lei, recorreu de ofício para o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (“CRSFN”).

O CRSFN reformou a decisão da CVM, decidindo, por maioria, dar provimento ao recurso de ofício para aplicar multa aos acusados, por terem exercido o voto em conflito de interesse em afronta à regra do art. 115, § 1º<sup>93</sup>. Desta forma, ainda que a CVM nesta ocasião tenha caminhado em sentido oposto ao do caso TIM, acabou por prevalecer na jurisprudência administrativa a tese do conflito formal.

### 3.1.3. Caso Tractebel

O processo administrativo em questão teve origem em consulta formulada pela Tractebel Energia S.A. (Tractebel), sobre a possibilidade de o seu acionista controlador votar em deliberação sobre a celebração de transação entre ele e a Tractebel, sem contrariar o disposto no art. 115, § 1º, da Lei nº 6.404/1976. Não se trata, como nos casos anteriores, de processo administrativo sancionador, quando o órgão regulador decidiu sobre fatos já consumados, mas de resposta a consulta previamente formulada<sup>94</sup>.

O negócio submetido ao exame do órgão regulador consistia na aquisição, pela Tractebel, de 100% das ações de emissão da Suez Energia Renovável S.A. (SUEZ), de propriedade da GDF Suez Energy Latin America Participações Ltda. (GDF), a qual era controladora da Tractebel. Ou seja, tratava-se de uma transação que envolvia uma compra e

---

<sup>93</sup> BRASIL. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. Decisão do Colegiado. Distrito Federal, 21 de janeiro de 2004. **DOU de 15.04.2004**. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/crsfn/download.asp?arquivo=ACÓRDÃO-CRSFN-4706-04.doc>>. Acesso em: 16 mar. 2018.

<sup>94</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários, **Processo CVM nº RJ 2009/1379**, Acesso em: 23 mar. 2018.

venda de ações entre controladora e controlada.

Nessa ocasião, o Colegiado da CVM decidiu, por maioria, que, por força do disposto no art. 115, § 1º, da Lei nº 6.404/1976, a GDF, acionista controladora da Tractebel, estaria impedida de exercer o direito de voto na assembleia que deliberar sobre a celebração de contrato bilateral em que ela, ou sociedade por ela controlada, figure como contraparte. Entendeu que, mesmo na hipótese de a contraparte da companhia na possível transação ser a controladora indireta, a controladora direta estaria impedida de votar, marcando a mudança de posição da Autarquia em relação ao tema, ao adotar a teoria do conflito formal.

O Colegiado decidiu, ainda, que, mesmo após a Tractebel criar um comitê especial independente, na forma prevista no Parecer de Orientação CVM nº 35 (Parecer 35)<sup>95</sup>, com o objetivo de mitigar a questão atinente ao potencial conflito de interesses, a GDF estaria impedida de exercer o voto em razão do disposto no art. 115, § 1º, da Lei 6.404/1976.

Participaram do julgamento os Diretores Alexsandro Broedel Lopes (Relator), Marcos Pinto, Otavio Yazbek, Eli Loria e a Presidente Maria Helena Santana.

Primeiramente, o Diretor Relator, Alexsandro Broedel Lopes, faz um resumo dos precedentes da CVM sobre a questão do impedimento de voto do acionista, citando os casos TIM, PREVI e AMBEV<sup>96</sup>.

Mais adiante, se propõe a analisar o assunto sob o ponto de vista jurídico e sob o ponto de vista econômico, utilizando como ponto de partida os argumentos da corrente substancialista que fundamentam a análise *a posteriori* da existência de conflito de interesses, para discordar de tal entendimento, com base em “análise do texto da lei”<sup>97</sup>.

37. Primeiro, de uma análise da lei em estudo, noto que o parágrafo 1º do artigo 115 da Lei 6.404/76 diz, expressamente, que “o acionista não poderá votar” em quatro situações, sendo uma delas quando “tiver interesse conflitante com o da companhia”. Dessa leitura, e com a devida vênia, não entendo que a melhor interpretação do texto referido seja aquela que exclui a negativa da lei, para concluir que o acionista “poderá votar”, em situação de conflito<sup>98</sup>.

<sup>95</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Parecer de Orientação CVM nº 35, de 1 de setembro de 2008**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare035.html>>. Acesso em: 21 mar. 2018.

<sup>96</sup> O caso Ambev não será analisado no presente trabalho uma vez que prevaleceu o entendimento de que o art. 115, § 1º, não era aplicável ao caso. BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Decisão do Colegiado. **Processo CVM nº RJ 2004/5494**. Rio de Janeiro, 14 de dezembro de 2004. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/decisoes/2004/20041216\\_R1.html](http://www.cvm.gov.br/decisoes/2004/20041216_R1.html)>. Acesso em : 20 mar. 2018.

<sup>97</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários, **Processo CVM nº RJ 2009/1379**, Acesso em: 23 mar. 2018.

<sup>98</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários, **Processo CVM nº RJ 2009/1379**, Acesso em: 23 mar. 2018.

Na sequência, procura reforçar a conclusão acima, de que o conflito deve ser analisado *ex ante*, por meio do que denominou de análise econômica do assunto. Nessa seara, baseia-se na premissa de que existe uma assimetria informacional entre controlador e minoritários no caso analisado, para argumentar que o impedimento de voto previsto na lei seria um mecanismo de alinhamento de interesse, com efeitos benéficos ao funcionamento do mercado de capitais.

47. Como alinhar interesse? Como resolver o problema do conflito? Parece-me que o legislador foi sábio ao afirmar que controladores que possuem interesses conflitantes não devem votar nas assembleias. Qual o efeito prático dessa medida? O controlador é obrigado (uma vez que não terá poder integral de aprovar a transação) a elaborar uma proposta que atenda minimamente os interesses dos minoritários. Caso contrário, ela não será aceita e o negócio não será concretizado. Nessa situação, ele não terá incentivos para elaborar uma proposta que não atenda aos interesses dos minoritários. Existe um alinhamento natural.

(...)

49. (...) Mecanismos de mitigação de conflitos de interesse existem em todos os ramos da economia que envolvem assimetria informacional. Na realidade, creio que as evidências nos levam a prever o contrário. No contexto do mercado de capitais, a quebra eficiente de assimetria informacional e o alinhamento dos contratos são elementos essenciais para que o mercado possa funcionar. Se a assimetria não for quebrada e os interesses alinhados, os investidores – na melhor das hipóteses – elevarão o desconto dos títulos, o que levará à redução da riqueza de todos os *stakeholders* da companhia. Ora, entendo que é exatamente isso que se quer evitar no mercado de capitais<sup>99</sup>.

Mais adiante, diz entender que a regra do art. 115, § 1º, da Lei 6.404/1976, deve ser interpretada da forma proposta por Fabio Konder Comparato: “entendo que o conflito de interesses pode ser verificado tanto *a priori*, nos casos em que possa ser facilmente evidenciado, quanto *a posteriori*, nas situações em que não transpareça de maneira reluzente”<sup>100</sup>.

No caso sob exame, porém, entende que o conflito é inerente a situação que envolva contrato bilateral entre a companhia e o acionista, presumindo-se nessas situações que o acionista contratante não pode votar na assembleia geral do contrato em que é parte. Aplicar-se-ia, portanto, nesse caso, a proibição de voto prevista no art. 115, § 1º, da Lei 6.404/1976.

Por fim, rejeita a solução apresentada pela Tractebel para a solução do conflito de interesses, consistente na adoção dos procedimentos previstos no Parecer 35, uma vez que a “situação prevista no Parecer não excepciona, em absoluto, a previsão do parágrafo 1º do artigo 115 da Lei 6.404/76”<sup>101</sup>, sobre o impedimento de voto.

<sup>99</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários, **Processo CVM nº RJ 2009/1379**, Acesso em: 23 mar. 2018.

<sup>100</sup> Ibid., Acesso em: 23 mar. 2018.

<sup>101</sup> Ibid., Acesso em: 23 mar. 2018.

Diante de todas as considerações feitas, pode-se dizer que o seu voto é guiado pela adoção da teoria formal para determinar o impedimento de voto da GDF, em que pesem as ressalvas feitas pelo Relator de que a teoria formal deve ser encampada sem rigidez<sup>102</sup>.

O Diretor Otavio Yazbek conduz o seu voto com o objetivo de definir uma posição quanto à interpretação da regra do art. 115, § 1º, da Lei nº 6.404/1976. Discorre sobre a controvérsia existente entre as correntes substancialista e formalista e reconhece que não há como negar razoabilidade a qualquer das duas correntes existentes<sup>103</sup>.

Antecipando-se ao método que será adotado em seu voto, afirma que:

6. (...) procurará diferenciar aquilo que é interpretação propriamente dita daquilo que se pode caracterizar como “política de direito”. Em suma, pretendo fugir a considerações valorativas sobre aquilo que seria o ideal para o desenvolvimento do mercado, qual a melhor solução em termos de governança corporativa, ou, ainda, sobre a eficiência decisória pura e simples e as suas vicissitudes em cada uma das posições doutrinárias acima referidas.

Na sequência, passa a fazer um exercício de interpretação do art. 115 e seus parágrafos e, ao final, conclui que, em sua visão, o § 1º do art. 115 destina-se a proteger a companhia do voto abusivo, previsto no *caput* do dispositivo, tratando-se de regra “precaucionária”<sup>104</sup>.

E, caminhando no sentido da interpretação literal do dispositivo, assume a sua posição nesse debate filiando-se à corrente formalista:

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

<sup>102</sup> 57. Assim, receio que uma perspectiva muito rígida para os defensores da doutrina do conflito formal possa levar-nos a ignorar a capacidade do mercado de, por mecanismos de governança, criar formas de mitigação e até resolver o problema do conflito de interesses. Vale dizer, a defesa exacerbada da posição formalista pode, eventualmente, fechar os olhos para soluções interessantes que o mercado apresente, de acordo com cada caso concreto. Ibid., Acesso em: 23 mar. 2018.

<sup>103</sup> Ibid., Acesso em: 23 mar. 2018.

<sup>104</sup> 51. Isso me leva ao último dos pontos que gostaria de, nesta instância, analisar que é do caráter profilático ou precaucionário, já referido, de uma opção legal dessa natureza. Com efeito, ainda que se deva, usualmente, presumir a boa fé das partes, nada impede que a lei estipule regimes de prevenção, em especial quando há uma posição privilegiada para um determinado agente econômico ou marcadas assimetrias informacionais. Ibid., Acesso em: 23 mar. 2018.

de interesses referidos na parte final do § 1º do art. 115.

28. Pode-se asseverar que essa interpretação talvez seja por demais simplória, procurando ater-se à letra fria da lei e ignorando, ao mesmo tempo, tanto o caráter sistemático desta quanto a complexidade dos casos concretos. Ela poderia mesmo, nesse sentido, ser equiparada a uma afiliação direta à teoria do conflito formal em sua forma mais seca e rigorosa, sem maiores cuidados. Como se verá, não me parece que esta crítica seja possível<sup>105</sup>.

Assim como no voto do Relator, apoia-se na doutrina de Fabio Konder Comparato para indicar que o impedimento de voto deve prevalecer nos casos em que o conflito de interesses seja evidente, que “transpareça a priori da própria relação ou negócio sobre que se vai deliberar, por exemplo, um contrato bilateral entre a companhia e o acionista”<sup>106</sup>.

Ao discorrer sobre os efeitos da interpretação da regra do art. 115, uma vez adotada a teoria do conflito formal, ressalta questão atinente à expropriação do direito de voto do acionista controlador, para, ao final, concluir que isso decorre de uma opção legal<sup>107</sup>.

Mais adiante, registra discordância em relação aos votos da Presidente e do Diretor Marcos Barbosa Pinto no que tange à existência de benefício particular no caso concreto, diferenciando, conforme o seu entender, um de outro:

Neste sentido, e apenas para fazer uma síntese, entendo que benefício particular e conflito de interesses distinguem-se porque, no primeiro caso, se está tratando de vantagens que diferenciam os acionistas exclusivamente na qualidade de acionistas. Já no segundo, os envolvidos podem figurar sob outro manto, como partes contratantes, por exemplo (...).

Ao final de seu voto, conclui que, em razão do caso sob exame tratar de hipótese de “conflito evidente”, consubstanciada na celebração de contrato bilateral entre a companhia e o seu acionista controlador, aplica-se a regra quanto ao impedimento do voto do acionista na forma do art. 115, § 1º, da Lei 6.404/1976.

O Diretor Marcos Barbosa Pinto inicia o seu voto relatando o histórico da consulta submetida à CVM acerca do impedimento de voto da GDF, explicando, inicialmente, que, na origem, a consulta sobre o impedimento de voto foi formulada por acionista minoritário e que,

<sup>105</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários, **Processo CVM nº RJ 2009/1379**, Acesso em: 23 mar. 2018.

<sup>106</sup> Ibid., Acesso em: 23 mar. 2018.

<sup>107</sup> 45 (...) O direito de voto é, assim, delimitado pela Lei das S.A., que pode estabelecer, inclusive, limites a ele ou ao seu exercício. De outra maneira, estaríamos no campo, tão comum, do que alguns autores criticamente chamaram de “*concezioni giusnaturalistiche de diritti degli azionisti*”. Ibid., Acesso em: 23 mar. 2018.

em resposta, a Superintendência de Relações com Empresas da CVM (SEP) respondeu que a GDF não poderia votar, à luz do disposto no § 1º do art. 115 da Lei nº 6.404/1976. Posteriormente, em consulta formulada pela Tractebel, essa companhia questiona se a adoção dos procedimentos previstos no Parecer 35 teria o efeito de afastar o impedimento de voto da GDF.

Na sequência, o Diretor passa ao exame do caso, pontuando que o seu voto exigirá a análise prévia de duas questões: a primeira, se “o acionista está realmente impedido de votar na assembleia que delibera sobre um contrato que pretende celebrar com a companhia”, e a segunda, se “a correta observância dos deveres fiduciários pelos administradores da companhia, com adoção das recomendações do Parecer 35, afasta eventual impedimento de voto do acionista controlador”<sup>108</sup>.

Além dos itens relativos à introdução e à evolução jurisprudencial da CVM, o seu voto é dividido da seguinte forma: 3. “Interpretação da Lei”; 4. “Eficiência Econômica”; 5. “Princípios gerais do direito”; 6. “Deveres Fiduciários”; “Relação entre as Regras” e; “Conclusão”<sup>109</sup>.

No item relativo à Interpretação da Lei, o Diretor diz entender que a celebração de um contrato entre a companhia e o seu acionista caracteriza hipótese de benefício particular e, indo mais além, caracteriza essa hipótese igualmente como de conflito de interesses, filiando-se, de plano, à corrente formalista.

3. (...) Não posso concordar com a tese de que não há conflito de interesses e, portanto, impedimento prévio de voto por parte do acionista em vias de deliberar sobre um contrato entre ele e a companhia.

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

(...)

8. O que me leva a perguntar: Qual é então a função da proibição de voto em casos de conflito de interesse? Por que a lei se importou em dizer que o acionista “não pode votar” se não existem situações práticas em que essa proibição se aplica? Mais ainda: Qual a diferença entre o impedimento de voto, previsto no § 1º do art. 115, e o abuso de direito de voto, previsto no *caput* do mesmo artigo?<sup>110</sup>.

O Diretor, mais adiante, tenta definir conflito de interesse como a situação em que uma

<sup>108</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários, **Processo CVM nº RJ 2009/1379**, Acesso em: 23 mar. 2018.

<sup>109</sup> Ibid., Acesso em: 23 mar. 2018.

<sup>110</sup> Ibid., Acesso em: 23 mar. 2018.



pessoa não está em posição de tomar uma decisão de forma imparcial<sup>111</sup>.

No âmbito da interpretação do dispositivo legal, o Diretor defende que a regra do impedimento de voto existe para evitar que a companhia sofra prejuízos nas situações em que haja um risco de que o acionista atue no interesse próprio, ressaltando o fato de que as demandas judiciais, por serem lentas, não trariam as respostas no tempo desejado no que tange à responsabilização dos acionistas, caso fosse adotada a teoria do conflito material.

Nessa linha, o Diretor faz assertiva no sentido de que o judiciário brasileiro seria pouco preparado para julgar causas de direito societário, também como justificativa para a adoção da teoria que defende a proibição do voto *ex ante*.

Nos aspectos relativos à “eficiência econômica”, o Diretor trabalha com o conceito de eficiência da teoria econômica e adota a concepção de que “operações eficientes são aquelas que não prejudicam ninguém e beneficiam pelo menos uma pessoa”<sup>112</sup>, para argumentar que não há razão para que acionistas minoritários votem contrariamente a matérias que sejam do interesse da companhia, em um contraponto a um dos argumentos utilizados pela corrente substancialista, de que a limitação do voto dos acionistas controladores teria um efeito deletério nas sociedades por ações<sup>113</sup>.

Mais adiante, indica estudos que corroboram a existência de uma correlação entre o maior desenvolvimento do mercado de capitais e a proteção de investidores, e aponta que o impedimento de voto por conflito de interesses seria um desses mecanismos de proteção.

14. O mesmo estudo indica ainda que países que exigem a aprovação de operações entre partes relacionadas pela assembleia geral, sem o voto do acionista controlador,

<sup>111</sup> 10. (...) Quando se diz que “alguém está numa situação de conflito de interesses”, ou “tem um interesse conflitante”, queremos ressaltar o fato de que essa pessoa não está na melhor posição para tomar uma decisão de maneira imparcial ou em benefício das pessoas que representa, pois tem outros interesses em jogo. E isso pressupõe, obviamente, que o “conflito de interesses” de que se fala pode ser identificado antes da decisão. Ibid., Acesso em: 23 mar. 2018.

<sup>112</sup> “A *distribution of resources is Pareto eficiente if no change in that distribution can be made that leaves no one worse off and at least one person better off*.”. DWORKIN, Ronald M. Is wealth a Value?. **The Journal of Legal Studies**, v. 9, nº 2, Change in the Common Law: Legal and Economic Perspectives (Mar., 1980), pp. 191-226. Published by: The University of Chicago Press Stable. Disponível em: <<https://www-jstor-org.sbxproxy.fgv.br/stable/pdf/724129.pdf?refreqid=excelsior:e1f95770c2fd5aad6c61aff81a1bf75e0>>. Acesso em: 23 mar. 2018.

<sup>113</sup> Nesse sentido, v. voto do Diretor Luiz Antonio Sampaio Campos no caso TIM: Recordo aqui, inclusive, o fato de que, no caso do acionista controlador, ao se lhe exigir a abstenção, a lei estaria retirando de suas mãos a decisão primeira sobre o interesse social, muito embora fosse ele quem estivesse em melhor condição para julgar a adequação de determinada deliberação ao interesse social, pois, ao menos teoricamente, é ele quem, dentre os acionistas, melhor conhece a situação da companhia, acompanha de perto seus negócios e que está com ela mais comprometido. BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários, **Inquérito Administrativo n.º RJ 2001/4977**, Acesso em: 31 jan. 2018.

apresentam, *ceteris paribus*, um menor nível de expropriação dos acionistas minoritários e um maior desenvolvimento do mercado de capitais. Ou seja, o mais amplo estudo já realizado sobre o assunto indica que, no longo prazo, impedir legalmente o controlador de votar em operações entre partes relacionadas tem efeitos positivos sobre o mercado acionário de um país.

(...)

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

Conclui, ao final do tópico, que é melhor conceder poder de veto aos acionistas minoritários, mesmo correndo o risco de sujeitar a companhia a eventuais oportunismos ou a sua pouca representatividade em relação ao capital social, do que permitir o voto do acionista controlador quando em situação de conflito de interesses, por entender que, nessa situação, os interesses dos acionistas minoritários estarão mais alinhados aos interesses da companhia do que o do acionista controlador.

No tópico relativo aos Princípios Gerais do Direito, o Diretor argumenta que o sistema jurídico está impregnado de regras jurídicas destinadas a prevenir a prática de condutas ilícitas, e defende que a regra legal que determina o impedimento de voto por conflito de interesses é uma decorrência do princípio da imparcialidade. Nos últimos dois tópicos, ao analisar a adoção do Parecer 35 para a realização de transação entre a companhia e sua acionista controladora, conclui que, sob o ponto de vista jurídico, o referido Parecer “não tem força normativa para afastar a aplicação do art. 115, § 1º”<sup>114</sup>.

A Presidente Maria Helena Santana, após mencionar a controvérsia existente sobre o tema, retorna à questão levantada pelo Diretor Marcelo Trindade em seu voto proferido no caso TIM, atinente ao conceito de benefício particular: para ela, a contraprestação a ser recebida em razão do contrato constitui um benefício particular, por não ser extensível aos demais acionistas. “Daí decorre, como consequência inevitável, que o acionista controlador está (previamente) impedido de votar (...)”<sup>115</sup>.

Mais adiante, tratando, em tese, de hipótese que configuraria um “conflito de interesses” que enseja o impedimento de voto com base no art. 115, § 1º, diz entender que o conflito se estabelece a partir da identificação de um “interesse particular” do acionista e, assim como nos

<sup>114</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários, **Processo CVM nº RJ 2009/1379**. Acesso em: 23 mar. 2018.

<sup>115</sup> Ibid., Acesso em: 23 mar. 2018.

votos anteriores dos Diretores Otavio Yazbeck e Alexsandro Broedel Lopes, apoia-se na doutrina de Fabio Konder Comparato para afirmar que o acionista só estaria impedido de votar nos casos em que o conflito possa ser identificado de maneira evidente.

No entanto, parece-me que esse preceito legal deve ser aplicado com prudência, sob pena de se verificar, a pretexto de se coibir os conflitos de interesses, um excessivo cerceamento ao exercício do direito de voto pela mesa diretora dos trabalhos da assembleia. Acredito que só se deva impedir o acionista de exercer o voto com base nesse fundamento, quando, no caso concreto, verificar-se, de maneira evidente, o interesse particular em jogo na deliberação. A propósito, parece-me acertada a opinião do Professor Fábio Konder Comparato<sup>116</sup>:

Ao final, diz entender, do mesmo modo que o Diretor Relator, “que a deliberação assemblear destinada a aprovar a celebração de contrato bilateral em que o próprio acionista da companhia figura como parte traduz, por excelência, hipótese clara de conflito de interesses, porque o interesse conflitante resulta da própria estrutura bilateral da transação a ser aprovada (...)”<sup>117</sup>.

A Diretora parece caracterizar, ao mesmo tempo, a transação como ensejadora da hipótese de benefício articular e de conflito de interesse, ambas previstas no art. 115, § 1º.

Assim como nos votos anteriores, considerou que a adoção dos procedimentos previstos no Parecer 35 não são suficientes para afastar o impedimento de voto.

O Diretor Eli Loria foi voto vencido, tendo se manifestado no sentido de que o conflito de interesses previsto na regra do art. 115, § 1º, deve ser analisado posteriormente ao exercício do voto, com base na interpretação sistemática da Lei 6.404/1976.

A conclusão que pode ser extraída do caso Tractebel é que o colegiado, em sua maioria, conforme o fundamento dos votos da Presidente e dos Diretores Otavio Yazbeck e Alexsandro Broedel apoiou-se na doutrina de Fabio Konder Comparato para considerar que o art. 115, § 1º, da Lei 6.404/1976 estabelece o impedimento de voto *a priori* nas hipóteses em que haja conflito de interesses, notadamente quando o conflito é evidente, qualificando-se como tal, de acordo com os votos proferidos, os contratos bilaterais celebrados entre a companhia e o seu acionista controlador direto ou indireto.

<sup>116</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários, **Processo CVM nº RJ 2009/1379**. Acesso em: 23 mar. 2018.

<sup>117</sup> Ibid., Acesso em: 23 mar. 2018.

### 3.1.4. Caso Eletrobras

Em 26 de maio de 2015, no âmbito do processo administrativo sancionador CVM nº RJ2013/6635<sup>118</sup>, a CVM, por meio do seu Colegiado, decidiu, por unanimidade, aplicar à União Federal pena de multa pecuniária no valor de quinhentos mil reais por votar pela renovação das concessões de geração e transmissão de energia elétrica de companhias controladas pela Eletrobras.

No entender da CVM, a União, ao exercer o seu direito de voto, teria violado disposição legal que trata do impedimento de voto por conflito de interesse, prevista no art. 115, § 1º, da Lei 6.404/1976

Assim, o colegiado da CVM, por unanimidade, “em razão da relevância dos montantes envolvidos no caso concreto e dos consolidados precedentes (...) em matéria de conflito de interesses” decidiu condenar a União Federal (União) ao pagamento de multa, “por votar pela renovação das concessões de distribuição e transmissão de energia elétrica de companhias controladas pela Eletrobras”, em contrariedade ao disposto no art. 115, § 1º, da Lei 6.404/1976<sup>119</sup>.

Naquela ocasião, a União votou favoravelmente à renovação de contratos de concessão de geração e transmissão de energia elétrica celebrados entre ela própria, enquanto poder concedente, de um lado, e sociedades controladas da Eletrobras, enquanto concessionárias, de outro. A quase totalidade dos votos favoráveis foi proferida pela União e por empresas sob o seu controle. Praticamente todos os acionistas minoritários presentes foram contrários à renovação dos contratos<sup>120</sup>.

A renovação de tais contratos foi feita ao amparo da Medida Provisória 579/2012, posteriormente alterada pela Medida Provisória 591, também de 2012, e finalmente convertida na Lei 12.783/2013 (“MP 579”). A MP 579 modificou a forma de cálculo do valor da indenização devida pela União, além de prever uma série de medidas para diminuir o custo da energia elétrica no País.

A Eletrobras, como concessionária dos contratos de geração de energia, deveria decidir

---

<sup>118</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Decisão do Colegiado. **Processo CVM nº RJ 2013/6635**. Rio de Janeiro, 26 de maio de 2015. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2015/20150526\\_PAS\\_RJ20136635.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2015/20150526_PAS_RJ20136635.pdf)>. Acesso em: 04 abr. 2018.

<sup>119</sup> Ibid., Acesso em: 04 abr. 2018.

<sup>120</sup> Ibid., Acesso em: 04 abr. 2018.

sobre a prorrogação ou não dos seus contratos de concessão com a União, observado o prazo mínimo de 60 meses anteriores ao termo final dos contratos.

Participaram do julgamento os Diretores Luciana Dias (Relatora), Pablo Renteria, Roberto Tadeu Antunes Fernandes e o Presidente Leonardo P. Gomes Pereira.

Para a Relatora, a matéria submetida à AGE, concernente à prorrogação dos contratos de concessão da União com a Eletrobras, configura contrato entre partes relacionadas, em que o acionista encontra-se em posição oposta à da companhia, como contrapartes de um mesmo negócio jurídico e, por essa razão, a questão se amolda ao precedente da Autarquia no caso Tractebel, sendo essa situação suficiente para determinar o impedimento de voto por conflito de interesses<sup>121</sup>.

Porém, o escopo da acusação<sup>122</sup> ficou delimitado à alegação de conflito de interesses em razão do voto favorável à renovação das concessões implicar em renúncia das concessionárias da Eletrobras a qualquer direito preexistente à MP 579, notadamente em relação à forma de apurar a indenização devida pela União, não sendo a imputação relacionada ao fato de que a União era contraparte contratual das subsidiárias da Eletrobras, no que tange ao alegado impedimento de voto.

113. Portanto, ao renovar as concessões, a Eletrobrás teria perdido a possibilidade de questionar a MP 579 quanto à forma de apurar a indenização devida pela União e, com isso, beneficiou esse acionista, relativamente à diferença entre o montante encontrado pelo valor novo de reposição e o até então tido pela Companhia como efetivamente correto, com base nas taxas que constavam do manual de contabilidade do setor elétrico aprovado pela ANEEL<sup>123</sup>.

Esse caso ganha ainda uma maior complexidade uma vez que a Eletrobras, por ser sociedade de economia mista, está sujeita a alguns comandos da Lei 6.404/1976 que só são aplicáveis ao “controlador público”, consubstanciados no Capítulo XIX, da Lei 6.404/1976, notadamente os artigos 235 e 238. Nessa linha, a Relatora posiciona-se no sentido de que a discussão no presente processo é se o regime do art. 115, § 1º, da Lei 6.404/1976, se aplica ou

---

<sup>121</sup> A Procuradoria Federal Especializada se manifestou no sentido de que “a MP 579 não deve ser considerada matéria “contratual”, mas “ato do príncipe decorrente da função legiferante do Estado”, concluindo, por esse e outros fundamentos, “não haver materialidade do ilícito previsto no art. 115, § 1º, da Lei nº 6.404/76, já que não haveria como caracterizar-se, no caso, benefício particular ou interesse conflitante. Ibid., Acesso em: 04 abr. 2018.

<sup>122</sup> Na CVM cabe às áreas técnicas o desempenho da função acusatória e ao Colegiado o exercício da função julgadora, existindo uma segregação dessas funções.

<sup>123</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários, **Processo CVM nº RJ 2013/6635**. Acesso em: 04 abr. 2018.

não ao controlador público.

69. Algumas dúvidas surgem quando se confronta (i) o art. 238 da lei, de um lado, que autoriza o controlador público a orientar as companhias estatais de acordo com o interesse público que justificou a criação da respectiva companhia (ii) à, de outro lado, disciplina comum da lei em matéria de conflito de interesses e à interpretação que o Colegiado na CVM vem dando ao assunto<sup>124</sup>.

Após um esforço interpretativo, que não interessa aqui transcrever por não se relacionar com os objetivos do presente trabalho, a Relatora chega à conclusão que o disposto no art. 115, § 1º, da Lei 6.404/1976, aplica-se às sociedades de economia mista e ao controlador público.

107. (...) O art. 115, § 1º, da Lei nº 6.404, de 1976, condiciona o controle exercido pelo poder público e a sua pretensão de orientar a atividade da companhia de forma a atender aquele interesse público. Havendo simultaneamente uma situação de conflito, o acionista controlador público estará impedido de votar.

Voltando-se para a questão específica do conflito de interesses, a Relatora, limitando-se ao escopo da acusação, conclui pela sua existência e diz que ele se caracteriza sempre que há um “interesse externo”.

116. Impedir o controlador de votar somente faz sentido, e é permitido pela lei societária brasileira, quando, de alguma maneira, há um interesse externo desse controlador que pode fazer com que ele não tome uma decisão no melhor interesse da companhia, privilegiando esses interesses externos.

(...)

120. Foi exatamente essa situação identificada pela Acusação – a renovação antecipada dos contratos de concessão implicava a renúncia de certos direitos que a Eletrobrás tinha em relação à União, de forma que, se não por outras questões já discutidas no voto, ao menos por essa, a decisão de renovação dos contratos envolvia interesses externos da União e a beneficiária de forma particular, colocando-a em situação de conflito.

O voto da Relatora foi acompanhado pelos demais integrantes do Colegiado, pelos mesmos fundamentos.

---

<sup>124</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários, **Processo CVM nº RJ 2013/6635**. Acesso em: 04 abr. 2018.

Como apontado anteriormente, a decisão do Colegiado apoia-se no caso Tractebel para aplicar multa à União por violação ao disposto no art. 115, § 1º, da Lei 6.404/1976.

Cabe ressaltar que o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, por maioria, com o voto de qualidade do seu Presidente, reverteu a decisão da CVM que aplicou a multa à União Federal, “tendo em vista a total improcedência da acusação”<sup>125</sup>.

### 3.1.5. Caso Eneva

O Processo Administrativo CVM nº RJ-2015-5021<sup>126</sup> teve origem em consulta formulada por acionista minoritário (FIA Dinâmica) sobre determinados aspectos do aumento de capital da companhia Eneva S.A. – Em Recuperação Judicial (Eneva), que seria deliberado em assembleia geral de acionistas. Um dos questionamentos do FIA Dinâmica em sua consulta era sobre o suposto impedimento de voto em relação ao aumento de capital, relativamente aos dois maiores acionistas individuais da Eneva: Eike Batista e a empresa alemã E.ON, detentores, de forma indireta, de 17,34% e 42,93% do capital social.

Em resposta à consulta, a área técnica da CVM acolheu parcialmente as alegações do FIA Dinâmica, entendendo que a E.ON estaria impedida de votar em relação ao aumento de capital e à aprovação do laudo de avaliação dos bens dos credores BTG e Petra, dando ensejo à interposição de recurso perante o Colegiado por parte da E.ON e do FIA Dinâmica.

Conforme descrito na ata de julgamento de 25.08.2015, o caso envolvia os seguintes atores e atos societários:

O aumento de capital em questão é uma das etapas estabelecidas no plano de recuperação judicial da Companhia, aprovado pela assembleia geral de credores em 30.04.2015 (“Plano”), e prevê a subscrição de novas ações pela própria controladora, E.ON, e por credores da Companhia, dentre eles o Banco BTG Pactual S.A., Itaú Unibanco S.A. e Petra Energia S.A. (“Credores”), sendo admitida a integralização em dinheiro, bens ou créditos.

No âmbito do Plano, os Credores, a E.ON, Eike Fuhrken Batista (“Eike Batista”), Centennial Asset Mining Fund LLC e Centennial Asset Brazilian Equity Fund<sup>127</sup>

<sup>125</sup> BRASIL. CRSFN. **Recurso nº 14.306. Processo nº 10372.000246/2016-82**. Disponível em:

<file:///D:/Users/RBMV/Downloads/Recurso%2014.306%20(1).pdf>. Acesso em: 25 jan. 2017.

<sup>126</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Decisão do Colegiado. **Processo CVM nº RJ 2015/5021**. Rio de Janeiro, 25 de agosto de 2015. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Acesso em: 28 mar. 2018.

<sup>127</sup> Centennial Asset Mining Fund LLC e Centennial Asset Brazilian Equity Fund eram empresas controladas por Eike Batista e a última acionista direta da Eneva.

celebraram, em 29.04.2015, uma carta de confirmação de apoio (“Carta de Confirmação”), por meio da qual, dentre outras avenças, os Credores e Eike Batista assumiram o compromisso de aprovar o aporte de ativos da E.ON na Companhia em uma eventual segunda assembleia, já considerando o cenário em que os Credores seriam acionistas relevantes da Companhia, após a aprovação do aumento de capital. Na Consulta, o FIA Dinâmica solicita a manifestação da Autarquia a respeito do suposto impedimento de voto da E.ON e de Eike Batista nas deliberações referentes ao aumento de capital da Eneva, com base no art. 115, § 1º, da Lei 6.404/1976 (“Lei 6.404”), bem como questiona eventuais irregularidades na fixação do preço de emissão das ações.

Segundo o FIA Dinâmica, (i) 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; (ii) 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; e (iii) a fixação do preço de emissão teria ocorrido em desacordo com os critérios do art. 170, § 1º, da Lei 6.404, além de infringir o art. 170, § 7º, tendo em vista a ausência de justificativa para a escolha do preço adotado<sup>128</sup>. (...)

O Colegiado da CVM decidiu, por unanimidade, acompanhando o voto proferido pelo Diretor Relator, pela não comprovação de benefício particular ou incidência de hipótese legal de impedimento de voto hábil a proibir Eike Batista de votar nas deliberações sobre o referido aumento de capital e pela ausência de irregularidades em relação à fixação do preço de emissão das ações no âmbito do aumento de capital e, por maioria, nos termos da manifestação de voto do Presidente Leonardo Pereira, decidiu pelo impedimento de voto da E.ON relativamente ao aumento de capital e à aprovação do laudo de bens dos credores BTG e Petra.

Participaram do julgamento o Presidente Leonardo Pereira e os Diretores Pablo Waldemar Renteria (Relator) e Gustavo Rabelo Tavares Borba.

Para os objetivos do presente estudo, importa analisar o fundamento dos votos que levaram a CVM a determinar o impedimento de voto da E.ON. Não será objeto de análise a questão atinente a suposta existência de conflito de interesses no voto de Eike Batista, por não ter sido objeto de qualquer controvérsia, seja na área técnica da CVM, seja no Colegiado, e pela ausência de qualquer abordagem, em qualquer dos votos, sobre a aplicação da hipótese residual de conflito de interesses prevista no art. 115, § 1º.

Importante destacar, no voto do Relator, Pablo Waldemar Renteria, os fatos em que se apoiou para a sua conclusão:

2. Em assembleia geral de credores realizada em 30.04.2015, os credores da Eneva aprovaram a versão atual do plano de recuperação judicial (referido como “PRJ”), homologado no dia 12.05.2015. Entre outras estipulações, o PRJ prevê a realização

<sup>128</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários, **Processo CVM nº RJ 2015/5021**, Acesso em: 28 mar. 2018.



de um aumento de capital social da Companhia.

3. Nos termos do PRJ, o aumento de capital será integralizado tanto em dinheiro quanto por meio da capitalização de ativos e créditos detidos por credores da Eneva. Além disso, a E.ON, atual acionista com maior participação societária na Companhia, também subscreverá ações nessa oportunidade. Os credores, por sua vez, subscreverão o equivalente a aproximadamente R\$ 2.000.000.000,00 em ações, integralizadas com ativos e créditos.

4. Finalizada a operação, caso não haja o exercício do direito de preferência pelos acionistas minoritários, o BTG, um dos credores, tornar-se-á o acionista majoritário, com 49,76% das ações ordinárias da Eneva. A E.ON, atualmente titular de 42,94%, passará a deter 12,29%, ao passo que o FIA Dinamica passará a deter de 16,04% para 0,84%<sup>129</sup>.

Note-se que, no referido aumento de capital, a E.ON iria subscrever o equivalente a R\$ 243.000.000,00 em ações, com integralização de créditos e bens de sua propriedade<sup>130</sup>.

Discorrendo sobre o entendimento da área técnica da CVM em relação ao impedimento de voto da E.ON., o Diretor explica que:

11. Segundo a área técnica, isso se dá porque, por meio da Carta de Confirmação de Apoio, esses credores se comprometeram a aprovar, em uma segunda assembleia – quando já terão se tornado acionistas relevantes –, um segundo aumento de capital e o laudo de avaliação dos bens com os quais a E.ON integralizará as ações. Em função disso, a SEP inferiu que, ao aprovar o primeiro aumento de capital e o laudo de avaliação dos bens pertencentes aos credores, a E.ON estaria também aprovando o seu próprio laudo, o que seria expressamente vedado pelo § 1º do art. 115 da Lei nº 6.404/1976.

Não obstante o entendimento da área técnica, o Diretor esclarece de plano a sua discordância em relação ao impedimento de voto da E.ON, para logo em seguida adentrar nos fundamentos que o levaram a essa conclusão, dividindo-os em dois: o primeiro, que denominou de “razão de ordem técnico-interpretativa”, e o segundo, que relacionou às “circunstâncias do caso concreto”.

Em resumo, para o Diretor, a área técnica da CVM entendeu que a E.ON estaria, por via reflexa, aprovando a avaliação dos seus bens ao aprovar o aumento de capital da Eneva e a integralização de ações com ativos aportados por BTG e Petra, uma vez que, por meio da Carta de Confirmação de Apoio, em uma segunda assembleia, BTG e Petra, já acionistas da companhia, se comprometeram a aprovar o laudo de avaliação dos bens da E.ON.

<sup>129</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários, **Processo CVM nº RJ 2015/5021**. Acesso em: 28 mar. 2018.

<sup>130</sup> Ibid., Acesso em: 28 mar. 2018.

Afigura-se que, no caso em questão, o debate gira em torno da primeira parte do art. 115, § 1º, que determina 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, sendo certo que nessa situação não paira qualquer dúvida sobre a impossibilidade do voto do acionista.

Assim, no que tange à razão de ordem “técnico-interpretativa”, o Relator divergiu da área técnica da CVM por entender que o impedimento de voto com base na regra supracitada só se aplica na própria assembleia que delibera a aprovação do laudo.

17. Desse modo, conjugando os dois requisitos, tem-se que a hipótese de impedimento de voto comentada (i) alcança o acionista titular dos bens avaliados e os demais acionistas cuja vontade se sujeita à influência preponderante daquele e (ii) incide na deliberação assemblear em que for apreciado o laudo de avaliação dos referidos bens.

No caso em questão, a E.ON, em nenhum momento, se propôs a votar na matéria relativa ao laudo de avaliação dos bens de sua propriedade que seriam integralizados no aumento de capital da Eneva, o que, para o Diretor, é suficiente para afastar a incidência da regra do artigo 115, § 1º. Porém, repise-se, por meio da Carta de Confirmação de Apoio, em uma segunda assembleia, BTG e Petra, em um cenário em que já seriam acionistas da companhia, se comprometeram a aprovar o laudo de avaliação dos bens da E.ON, o que remete à segunda questão formulada pelo Diretor, relacionada a “circunstâncias do caso concreto”.

22. No entendimento da SEP, a Carta de Confirmação de Apoio, subscrita por E.ON, BTG, Petra, Itaú e Eike Batista, bem como os veículos de investimento detidos por este acionista, consubstanciaria um arranjo por meio do qual a E.ON teria se comprometido a aprovar o aumento de capital, a capitalização dos ativos dos credores e os respectivos laudos de avaliação, em troca de compromisso assumido por esses últimos de aprovar a capitalização dos ativos da E.ON e os respectivos laudos de avaliação em um futuro aumento de capital, a ser realizado em uma segunda assembleia de acionistas, quando os credores já teriam assumido o controle acionário da Companhia. Assim, por meio desse arranjo, bastaria à E.ON aprovar o aumento de capital e os laudos de avaliação dos credores para que, em contrapartida, o seu próprio laudo fosse aprovado no segundo aumento de capital.

Nessa seara, a conclusão do Diretor foi no sentido de que as disposições da Carta de Confirmação de Apoio, celebradas no contexto do Plano de Recuperação Judicial da Eneva –

prevendo, de um lado, a obrigação da E.ON e de Eike Batista de aprovar o aumento de capital e o laudo de avaliação dos bens com que BTG e Petra (credores) integralizariam o aumento de capital e, de outro lado, caso o laudo de avaliação dos ativos da E.ON não fosse aprovado na primeira assembleia, em uma segunda assembleia, os credores, já na qualidade de acionistas, teriam a obrigação de aprová-lo –, não revelam, por si, “um acordo espúrio voltado a permitir, por meio de aprovações cruzadas, que o acionista vote na avaliação de seus próprios bens”<sup>131</sup>.

Isso porque todo o acordo foi feito no contexto maior do plano de recuperação judicial da Eneva, sendo o disposto na Carta de Confirmação de Apoio uma etapa necessária ao cumprimento do PRJ aprovado pelos credores.

Em resumo, na avaliação do Relator, o contido na Carta de Confirmação de Apoio não constitui manobra para, de forma indireta, permitir que a E.ON vote no laudo de avaliação de seus próprios bens para a integralização de aumento de capital.

Ressalta também, para corroborar a sua conclusão, que a Carta de Confirmação de Apoio e o PRJ foram negociados entre partes independentes, ou seja, não se configura uma situação em que a mesma parte possa influir em lados distintos do mesmo negócio.

Em relação ao alegado pelo Fia Dinâmica, quanto ao impedimento de voto da E.ON no tocante ao aumento de capital, o Diretor concluiu que “não está comprovado o benefício particular apto a proibir a E.ON a exercer o direito de voto nas deliberações relacionadas ao aumento de capital”<sup>132</sup>.

Conforme se verifica no voto do Relator, a avaliação do impedimento de voto da E.ON foi feita separadamente: de um lado, sobre a questão da aprovação do laudo dos credores e, de outro, em relação à aprovação do aumento de capital.

Em nenhuma das duas análises feitas, o Diretor fundamenta o seu voto na hipótese residual de conflito de interesses prevista na regra do art. 115, § 1º.

Em voto divergente do Relator, o Presidente Leonardo Pereira entendeu que a E.ON estaria impedida de votar nas deliberações relativas ao aumento de capital e à aprovação do laudo de avaliação dos bens dos credores.

Em posição oposta à do Relator, entendeu que a celebração da Carta de Confirmação de Apoio entre a E.ON e os credores tem influência direta em relação ao impedimento de voto.

15. No caso em questão, há uma relação umbilical entre (i) a deliberação sobre o laudo

<sup>131</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários, **Processo CVM nº RJ 2015/5021**. Acesso em: 28 mar. 2018.

<sup>132</sup> Ibid., Acesso em: 28 mar. 2018.

de avaliação dos Credores na AGE de 26.08; (ii) a convocação de uma eventual segunda assembleia, caso se materialize o insucesso da primeira deliberação sobre o laudo de avaliação da E.ON; e (iii) o resultado que se pretende obter nesse novo conclave (que é, justamente, a aprovação do laudo da E.ON), nos termos consignados na Carta de Confirmação.

16. Trata-se, em verdade, de uma única deliberação, embora em dois momentos diferentes (...)

Porém, apesar da lógica adotada pelo Presidente, que se trata em verdade de uma única deliberação e que, por essa razão o exercício de voto pela E.ON estaria vedado pelo que dispõe a primeira parte do art. 115, § 1º – vedação da aprovação do laudo dos bens com que concorrer para o aumento de capital –, ele enquadra o caso concreto na hipótese residual de conflito de interesses prevista na regra em questão.

Segundo o racional do Presidente:

20. Há, portanto, um interesse secundário, além da simples aprovação de um laudo, no resultado da primeira deliberação. Esse interesse (não necessariamente ilícito) lança dúvidas sobre a real motivação do acionista já que sua decisão na AGE de 26.08 poderia estar sendo orientada por esse interesse secundário (aprovação de seus próprios laudos pelos credores).

21. Vale dizer, não se está afirmando que houve conluio, má-fé ou qualquer tipo de irregularidade na avaliação dos ativos de titularidade da E.ON, na negociação do Plano ou na celebração da Carta de Confirmação (até porque não são essas questões objeto desse Processo). Não obstante, nos casos de conflito, a lei, e também a jurisprudência atual, é clara no sentido de que o impedimento é verificado *a priori*.

Desta forma, o voto do Presidente identifica a existência de um conflito – qualificado como existência de um “interesse secundário” – e assume como premissa a teoria do conflito formal, consolidada na jurisprudência da CVM, para determinar o impedimento de voto da E.ON tanto na deliberação que trata do aumento de capital, por entender que nesse caso a aprovação da capitalização dos créditos dos credores seria subjacente, como na matéria relativa à aprovação do laudo de avaliação dos credores.

Assim, para a caracterização do conflito, não são requeridos os elementos de (i) oposição de interesses entre o acionista e a companhia, configurada por meio de posições jurídicas contrapostas; e (ii) unicidade do poder decisório.

O Diretor Gustavo Tavares Borba inicia o seu voto reconhecendo que a questão em exame, objeto de divergência, envolve “as hipóteses abertas de “conflito de interesse” e “benefício particular” a que alude a parte final do § 1º do art. 115 da Lei 6.404/76” e se

posiciona no sentido da consolidação do posicionamento da CVM pela adoção da corrente formalista na análise do conflito de interesses, como fundamento para acompanhar o voto divergente do Presidente em relação ao impedimento de voto da E.ON.

Em seu voto, aponta que a situação de conflito potencial se configura:

Uma vez que a incorporação de bem de sua propriedade, por valor previamente determinado, “dependeria” da aprovação do aumento de capital com os créditos e bens de BTG, Itau e Petra, posto que estes, ao assumirem a maior parte do capital votante, já estariam vinculados à aprovação da incorporação dos bens da E.On por um determinado preço.

A incorporação dos bens de que fala é a capitalização dos ativos da E.ON na Eneva.

Mais adiante, reconhece que o caso é complexo por envolver um plano de recuperação judicial e uma ampla gama de interesses, porém, por considerar “que a iminência da realização da assembleia inviabiliza a postergação da decisão para um estudo mais profundo da questão jurídica”, acompanha o voto divergente do Presidente para determinar o impedimento de voto da E.ON.<sup>133</sup>.

### 3.1.6. Caso EMAE

Trata-se de processo administrativo não sancionador, com origem em reclamações de acionistas minoritários que questionaram a potencial situação de conflito de interesses do Estado de São Paulo em exercer o seu voto em assembleia geral extraordinária da Empresa Metropolitana de Águas e Energia S.A. (EMAE), destinada a deliberar sobre uma proposta de acordo entre essa companhia e a Companhia de Saneamento Básico de São Paulo (SABESP), ambas controladas pelo Estado de São Paulo.

O acordo que seria celebrado entre as duas companhias controladas pelo Estado de São Paulo consistia na solução de questão atinente à indenização da EMAE pela SABESP, em razão do fornecimento de recursos hídricos de uma para a outra.

---

<sup>133</sup> Em sentido oposto, no caso Eletrobrás, a ausência de informações suficientes foi utilizada como justificativa para a CVM não determinar o impedimento de voto. BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **PAS CVM nº RJ 2013/6635**. Rio de Janeiro, 21 jun. 2013. p. 790-813.

O Estado de São Paulo possuía participação de 50,26% do capital da SABESP, representado exclusivamente por ações ordinárias, e 39,94% do capital total da EMAE, representado por ações ordinárias e preferenciais.

O Colegiado da CVM decidiu, por maioria, vencidos os Diretores Gustavo Rabelo Tavares Borba e Gustavo Machado Gonzales, pelo impedimento de voto do Estado de São Paulo por conflito de interesses, com base no art. 115, § 1º.

Participaram do julgamento o Presidente Leonardo Pereira (Relator) e os Diretores Pablo Waldemar Renteria, Gustavo Rabelo Tavares Borba, Gustavo Machado Gonzales e Henrique Balduino Machado Moreira.

O Relator, Presidente Leonardo Pereira, inicia o seu voto ressaltando a posição adotada pela CVM desde o caso Tractebel, quanto à adoção da teoria formal para a avaliação do conflito de interesses previsto no art. 115, § 1º, da Lei nº 6.404/1976 e avalia que, no caso concreto (voto do acionista controlador sobre negócio jurídico celebrado entre sociedades sob controle comum), “a existência de conflito de interesses é bastante evidente”<sup>134</sup>.

Na sequência, parece afirmar que sempre haverá o impedimento de voto do acionista controlador por conflito de interesses na situação em que duas companhias que estejam sob controle comum estejam transacionando e em que, para a aprovação do negócio, dependam do voto do controlador.

22. Gostaria de ressaltar que, a meu ver, esse impedimento é intrínseco à relação acionária mantida pelo Recorrente nas Companhias, independentemente da discussão sobre o tamanho das participações detidas nas mesmas.

Em seu voto, o Presidente usa expressões como “interesses externos envolvidos” e ausência de “imparcialidade do Recorrente” para caracterizar a existência de conflito de interesses.

O voto vai na linha do caso Tractebel ao determinar o impedimento de voto pela existência de um conflito de interesses potencial, considerado evidente, diferindo-se daquele caso no que tange às partes em questão: naquele, tratava-se de uma contratação entre a companhia e o acionista controlador direto ou indireto, e, nesse, trata-se de um negócio jurídico celebrado entre sociedades sob controle comum, dependente da aprovação do voto do acionista

---

<sup>134</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Decisão do Colegiado. **Processo CVM nº RJ 19957.005749/2017-29**. Rio de Janeiro, 14 jul. 2017.

controlador em assembleia.

O Diretor Pablo Waldemar Renteria corrobora os fundamentos do voto do Relator e, igualmente, reporta-se ao caso Tractebel para caracterizar o conflito de interesses quando, na deliberação, houver interesse “oposto” ou “paralelo” ao da companhia, afirmando, em linha com o referido precedente, que tal interesse deve ser “flagrante”<sup>135</sup>.

Relativamente ao argumento utilizado pelo Estado de São Paulo de que o impedimento de voto só se aplicaria nos casos de contratos bilaterais celebrados entre a companhia e o acionista, o Diretor assim se manifestou:

7. Não concordo com o argumento do recurso segundo o qual o conflito de interesses se limitaria à hipótese na qual o acionista é parte contratante do negócio a ser firmado pela companhia aberta. Tal entendimento não tem amparo legal e deixa de reconhecer o interesse evidente e relevante que o controlador tem na sociedade que controla. Uma vez admitido que o controlador está impedido de votar na deliberação a respeito do negócio sinalagmático que pretenda firmar diretamente com a companhia, parece-me forçoso concluir, na mesma direção, que o controlador deve abster-se de votar em relação ao acordo envolvendo a companhia e sociedade controlada<sup>136</sup>.

De fato, no caso Tractebel, apesar de o caso concreto ter se referido a um contrato bilateral celebrado entre a companhia e o acionista, restou consignado na ata que o impedimento de voto se aplicaria nas hipóteses de controle direto ou indireto da parte contratante.

Assim como o negócio jurídico celebrado entre a companhia e o controlador indireto, pode-se dizer que o negócio jurídico celebrado entre companhias sob controle comum refletem um poder decisório único acerca de um mesmo negócio jurídico, ainda que de forma indireta. Sob este aspecto, o precedente do caso Tractebel e o presente julgado parecem se equivaler.

O Diretor Henrique Balduino Machado Moreira acompanhou o voto do Diretor Pablo Waldemar Renteria.

Assim como no caso Eneva, o Diretor Gustavo Rabelo Tavares Borba alinhou-se à teoria formalista principalmente, em suas palavras, por “razões de segurança jurídica”<sup>137</sup>.

Contudo, contesta no caso concreto a presença dos elementos necessários para a caracterização do conflito de interesses nos moldes do caso Tractebel, que, de acordo com ele, consistiriam, na maioria das vezes, na “posição do acionista como contraparte da sociedade na operação a ser submetida à aprovação da assembleia” e, mais adiante, afirma:

<sup>135</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Decisão do Colegiado. **Processo CVM nº RJ 19957.005749/2017-29**. Rio de Janeiro, 14 jul. 2017.

<sup>136</sup> Ibid., 2017.

<sup>137</sup> Ibid., 2017.

30. Acredito que a configuração do impedimento de voto, em casos como o presente, que não envolvem interesses manifestamente antagônicos (“contraparte”), ainda necessita maior aprofundamento e discussão, considerando, entre outros, aspectos relacionados ao grau de participação societária, a relevância do negócio a ser apreciado e os mecanismos que podem ser adotados para mitigar a situação de conflito.

Porém, na sequência do afirmado acima, parece ir em direção oposta, diante das características do caso concreto:

31. No caso, contudo, diante da posição de controle majoritário do sócio comum, do histórico de atuação do Estado em relação à questão (que ensejou condenação no PAS nº RJ 2012/1131), da relevância financeira do acordo para as companhias envolvidas e da posição do Estado como titular de todo o capital votante da EMAE, seguirei o entendimento adotado nos votos já proferidos pelos diretores Pablo Renteria e Henrique Machado de que, nestas circunstâncias, o Estado de São Paulo está em situação de conflito de interesses.

Conclui, assim, pela existência de um conflito de interesses potencial “diante das características específicas do caso” apesar de, em sua visão, o caso concreto não estar em linha com o precedente do caso Tractebel.

Ao final, porém, em um novo giro, opta pela possibilidade do exercício do voto em razão de o Estado de São Paulo ser o único titular de ações com direito a voto da EMAE, o que, em seu entender, elimina a situação de impedimento de voto.

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

Apesar de voto vencido, foi retomado no Colegiado, após sete anos do caso Tractebel, o debate sobre a teoria adotada para a apuração do conflito de interesses.

Em voto extenso, os argumentos trazidos não serão aqui colacionados pois, como ressaltado pelo próprio Diretor, os argumentos utilizados “são, essencialmente, os mesmos já desenvolvidos nos votos proferidos pelos Diretores Luiz Antonio de Sampaio Campos e Wladimir Castelo Branco Castro nos Inquéritos Administrativos CVM nº TA-RJ 2001/4977 e TA-RJ2002/1153 e pelo Diretor Eli Loria no Caso Tractebel, bem como na doutrina majoritária acerca da matéria”<sup>138</sup>.

<sup>138</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Decisão do Colegiado. **Processo CVM nº RJ 19957.005749/2017-29**. Rio de Janeiro, 2017.



#### 4. OS CASOS SUBSEQUENTES AO CASO TRACTEBEL: A AMPLIAÇÃO DO CONCEITO DE CONFLITO DE INTERESSES E A INFLUÊNCIA DO AMBIENTE EXTERNO

A narrativa dos votos feita no capítulo anterior remete à questão da ampliação do conceito de conflito de interesses para a determinação do impedimento de voto em relação aos parâmetros estabelecido no caso Tractebel, notadamente no que tange às decisões do caso Eletrobras e do caso Eneva, conforme será apontado no item 4.1.

Em artigo publicado em 2004, Dicky e Zingales destacam a opinião pública como instituição extralegal que tem papel fundamental na redução dos benefícios privados do controle, considerando-se como tal a combinação entre o alto nível de difusão de notícias em jornais de grande circulação (consideram para tanto o número de cópias vendidas) e uma larga base de investidores que sejam instruídos e que acessem as notícias<sup>139</sup>.

Em artigo posterior, sobre o papel da mídia em relação à governança corporativa das companhias, Dyck, Volchkova e Zingales apresentam evidências empíricas no sentido de que, em pelo menos metade dos casos pesquisados, a pressão da mídia possui influência sobre o órgão regulador e, na outra metade, a própria companhia revê os seus procedimentos, tendo em vista os custos reputacionais. Para os autores, a difusão de notícias sobre a violação de regras de governança corporativa pela imprensa expõe a inação do regulador, aumentando o custo (reputacional) da sua inação<sup>140</sup>.

A efetividade da mídia depende tanto da credibilidade da fonte como das características que cercam determinado ambiente. Por essa razão, a publicação de notícias sobre a violação de regras de governança corporativa só pode produzir efeitos se a maioria das pessoas acreditarem no benefício social existente no que tange à proteção de acionistas, ou seja, a influência da mídia só é efetiva quando o comportamento viola normas que são reconhecidas como importantes pela sociedade<sup>141</sup>.

Pois bem. Em março de 2014, ocorreu a primeira fase da denominada Operação Lava

<sup>139</sup> DYCK; ZINGALES, **Private Benefits of Control**: An International Comparison, Acesso em: 13 ago. 2018, p. 537-600.

<sup>140</sup> DYCK, Alexander et al. The Corporate Governance Role of the Media: Evidence from Russia. **The Journal of Finance**. v. LXIII, nº 3. June 2008, p. 1093-1135. Disponível em: <[http://www-2.rotman.utoronto.ca/facbios/file/dyck\\_volchkova\\_zingales.pdf](http://www-2.rotman.utoronto.ca/facbios/file/dyck_volchkova_zingales.pdf)>. Acesso em: 15 ago. 2018.

<sup>141</sup> Ibid., 2008.

Jato<sup>142</sup>. A partir de então, percebe-se uma exigência crescente da opinião pública quanto ao exercício pleno das funções punitivas e fiscalizatórias das instituições de Estado, em reação aos casos revelados pela referida operação policial, envolvendo empresas estatais e companhias privadas.

Este, talvez, pode ter sido o adubo para a mudança que resultou no afastamento dos balizamentos previamente estabelecidos no caso Tractebel para a determinação do impedimento de voto, em relação aos casos Eletrobras e Eneva.

Nessa linha, pretende-se explorar o contexto em que as decisões da CVM foram proferidas, a fim de relacionar esse afastamento ao clamor geral decorrente da percepção, pela opinião pública, do não funcionamento das instituições de Estado e, especificamente, da percepção de uma atuação supostamente pouco efetiva da CVM em relação a determinados participantes do mercado<sup>143</sup>.

#### **4.1. Os balizamentos do caso Tractebel e a configuração das situações de conflito de interesses nos casos subsequentes**

O caso Tractebel se enquadra na categoria de operação com ativos, na medida em que se trata de uma compra e venda de ações entre a companhia e o seu acionista controlador, estando a companhia na ponta compradora e o acionista controlador na ponta vendedora. Portanto, o risco que se corria caso a transação fosse aprovada em assembleia pelo acionista controlador seria de o preço do ativo estar sobre avaliado.

O parâmetro adotado pelo colegiado da CVM no caso Tractebel para a determinação do impedimento do voto do acionista foi a ostentação, por uma mesma pessoa, direta e indiretamente, de posição jurídica contraposta na qualidade de comprador e vendedor. Assim, nesse caso, a situação de conflito de interesses apontada como causa de impedimento de voto se consubstanciou pela celebração de contrato bilateral entre a companhia e o seu acionista

---

<sup>142</sup> A Operação Lava Jato é a maior investigação sobre corrupção conduzida até hoje no Brasil. Ela teve início no Paraná, em 17 de março de 2014, unificando quatro ações que apuravam redes operadas por doleiros que praticavam crimes financeiros com recursos públicos. Operação Lava Jato. **Folha de S. Paulo**, São Paulo. Disponível em: <<http://arte.folha.uol.com.br/poder/operacao-lava-jato/#capitulo1>>. Acesso em: 25 set. 2018.

<sup>143</sup> De acordo com notícias recentes, a CVM vem incrementando quantitativamente a sua atividade punitiva. VILLAS BOAS, Bruno. CVM aplica R\$ 73,6 milhões em multas no 1º semestre. **Valor**, Rio de Janeiro, 30 ago. 2018. Finanças. Disponível em: <[www.valor.com.br/financas/5785771/cvm-aplica-r-736-milhoes-em-multas-no-1- semestre](http://www.valor.com.br/financas/5785771/cvm-aplica-r-736-milhoes-em-multas-no-1- semestre)>. Acesso em: 24 set. 2018.

controlador (direto ou indireto).

Pode-se dizer que, nesse caso, a fundamentação dos votos centra-se, primordialmente, na defesa de uma interpretação da Lei 6.404/1976 que privilegia o controle *ex ante* das transações que envolvem conflito de interesses.

Nos casos subsequentes ao caso Tractebel, porém, a questão transborda da discussão relativa ao procedimento aplicável (controle *ex ante* e *ex post*), passando o Colegiado da CVM, nos casos levados a julgamento, a travar uma discussão sobre a existência ou não de conflito de interesses hábil a impedir o voto do acionista controlador.

No caso Eletrobras, descrito no capítulo terceiro do presente trabalho, a situação ensejadora do conflito de interesses e que resultou em aplicação de penalidade pela CVM em face da União Federal, foi a renúncia, por parte da Eletrobras, ao direito de contestar judicialmente a constitucionalidade da norma que estabeleceu o cálculo da indenização, como decorrência legal pela decisão tomada em assembleia geral para a prorrogação dos contratos de concessão de energia. Por meio de tal decisão, entendeu-se que a companhia abriu mão de ativos registrados em seu balanço, em benefício da União<sup>144</sup>.

A prorrogação de tais contratos foi feita ao amparo da Medida Provisória 579/2012, posteriormente alterada pela Medida Provisória 591, também de 2012, e finalmente convertida na Lei 12.783/2013 (“MP 579”). A MP 579 modificou a forma de cálculo do valor da indenização devida pela União e estabeleceu que a decisão pela prorrogação dos contratos de concessão ensejaria a renúncia ao direito de contestar judicialmente o montante da indenização estabelecido nesse normativo.

Conforme se verifica, tal renúncia, apontada como causa da situação conflitiva, não restou estabelecida em negócio jurídico celebrado entre a Eletrobras e a sua controladora, mas em dispositivo de Lei que condicionava a prorrogação do prazo de concessão das empresas do setor elétrico à renúncia a tal direito. Ou seja, tratou-se de previsão legal de cunho genérico e abstrato, válida para todas as empresas de energia elétrica, e não de matéria atinente à contratação entre partes relacionadas, como no caso Tractebel.

A Procuradoria Federal Especializada se manifestou no sentido de que a questão não deve ser considerada matéria contratual, concluindo, por esse e outros fundamentos, não haver materialidade do ilícito previsto no art. 115, § 1º, da Lei nº 6.404/76:

---

<sup>144</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **PAS CVM nº RJ 2013/6635**. Rio de Janeiro, 21 jun. 2013. p. 790-813.

34. Qualquer que seja o voto utilizado<sup>145</sup>, o precedente em questão trata de contratação entre partes relacionadas, chegando à conclusão de que, sendo o acionista controlador parte interessada, deveria afastar-se *ex ante* da decisão assemblear. Não é o que ocorre na presente hipótese.

35. Em primeiro lugar, deve-se ressaltar que a MP 579/2012 não pode ser considerada matéria contratual. Com efeito, trata-se de ato do príncipe decorrente da função legiferante do Estado. Não se pode comparar a eventual adesão aos termos de uma legislação com a celebração de um contrato bilateral. Nesse caso em especial, a norma não foi dirigida única e exclusivamente à Eletrobrás, mas sim a todas as transmissoras, geradoras e distribuidoras de energia elétrica. Trata-se de norma de aplicação geral, caracterizando-se como atuação legislativa e reguladora do Estado, não se confundindo com a atividade meramente contratual<sup>146</sup>.

No caso Eneva, também não se observa o requisito da existência de uma relação bilateral, direta ou indireta, entre a companhia e o seu acionista. Na verdade, a hipótese ensejadora da situação de impedimento de voto e que prevaleceu no Colegiado da CVM, é um negócio jurídico feito entre partes absolutamente independentes (acionistas e futuros acionistas), que previa uma aprovação cruzada em assembleias gerais.

Conforme detalhado no capítulo anterior, tratava-se do exercício de voto da E.ON, maior acionista individual da Eneva, no que tange à capitalização de ativos (bens e créditos) de bancos credores em aumento de capital dessa companhia e a aprovação dos laudos de avaliação desses ativos. Pelo entendimento da maioria do Colegiado, a E.ON estaria impedida de votar quanto ao aumento de capital e à aprovação do laudo de avaliação dos bens dos credores em razão de compromisso firmado contratualmente com os bancos sobre a aprovação futura da integralização de seus próprios bens, em um segundo aumento de capital, quando já estaria diluída na condição de acionista. Tal compromisso de aprovação cruzada foi considerado elemento suficiente para determinar o impedimento de voto da E.ON quanto à capitalização dos bens dos credores, com base no art. 115, § 1º da Lei 6.404/1976.

A decisão não foi unânime, restando vencido o Relator, que entendeu que não estaria configurada a hipótese de conflito de interesses no caso concreto.

No caso Emae, por se tratar de uma contratação entre duas companhias sob controle comum, entende-se que esteve presente o requisito da bilateralidade de relação, onde uma mesma pessoa, no caso, o acionista controlador, se encontra em posição jurídica contraposta, ainda que de forma indireta<sup>147</sup>.

<sup>145</sup> Refere-se aos votos proferidos pelos Diretores da CVM no caso Tractebel.

<sup>146</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **PAS CVM nº RJ 2013/6635**. Rio de Janeiro, 21 jun. 2013. p. 836-851.

<sup>147</sup> Não obstante, o Diretor Gustavo Borba, em seu voto, ressaltou que “em casos como o presente, que não envolvem interesses manifestamente antagônicos (“contraparte”), ainda necessita maior aprofundamento e

Assim como o negócio jurídico celebrado entre a companhia e o controlador indireto, pode-se dizer que o negócio jurídico celebrado entre companhias sob controle comum refletem um poder decisório único acerca de um mesmo negócio jurídico, ainda que de forma indireta. Sob este aspecto, o precedente do caso Tractebel e o caso Emae parecem se equivaler.

Trata-se, assim, de uma “contratação consigo mesmo”, muito semelhante, aliás, à transação hipotética do artigo *Law and Economics of Self-Dealing*, que serviu de base para a análise das regras sobre conflito de interesses de diversas jurisdições<sup>148</sup>.

Ressalte-se, porém, que, mesmo nesse último caso, os votos parecem realçar a desnecessidade da existência de um negócio jurídico bilateral para que seja caracterizado o conflito de interesses, bastando para tanto a existência de um interesse externo ou paralelo do acionista<sup>149</sup>.

PRECEDENTE	ELEMENTO JUSTIFICADOR DO CONFLITO DE INTERESSES
Caso Tractebel	“Por força do disposto no § 1º do art. 115 da Lei nº 6.404/76, a acionista controladora da Tractebel Energia S.A. estaria impedida de exercer o direito de voto na assembleia que deliberar sobre a celebração de <u>contrato bilateral em que ela, ou sociedade por ele controlada, figure como contraparte;</u> ”
Caso Eletrobras	“116. Impedir o controlador de votar somente faz sentido, e é permitido pela lei societária brasileira, quando, de alguma maneira, há um <u>interesse externo desse controlador</u> que poderia fazer com que ele não tome uma decisão no melhor interesse da companhia, privilegiando esses interesses externos.”

discussão, considerando, entre outros, aspectos relacionados ao grau de participação societária, a relevância do negócio a ser apreciado e aos mecanismos que podem ser adotados para mitigar a situação de conflito”.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários, **Processo CVM nº RJ 2015/5021**. Acesso em: 28 mar. 2018.

<sup>148</sup> Vide nota de referência 47.

<sup>149</sup> Nesse sentido, v. voto do Diretor Leonardo P. Gomes Pereira: Também segundo os precedentes, interesse conflitante não implica, necessariamente, um interesse irreconciliável com o da companhia. Na realidade, quando um acionista encontra-se em situação de conflito de interesses, o que se pretende dizer é que aquela pessoa não possui a isenção ou o ceticismo suficientes para assegurar que a decisão seja tomada de maneira imparcial, pois há outros interesses externos envolvidos”. BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Decisão do Colegiado. **Processo CVM nº RJ 19957.005749/2017-29**. Rio de Janeiro, 14 jul. 2017.

PRECEDENTE	ELEMENTO JUSTIFICADOR DO CONFLITO DE INTERESSES
Caso Eletrobras	<p>“117. É por isso que a lei brasileira, bem como a legislação da maior parte dos mercados mais desenvolvidos, tem regras específicas para lidar com transações nas quais se constata tal <u>interesse exterior</u> por um determinado acionista e o risco de que ele privilegie esse interesse, em detrimento do melhor interesse da companhia e dos demais acionistas. Na lei brasileira, esse regime especial está consagrado no § 1º do art. 115 da Lei nº 6.404, de 1976, e é em conformidade a ele que a análise deste voto se dá.”</p> <p>“123. Em razão (...) dos <u>consolidados precedentes desta casa em matéria de conflito de interesses</u>, (...) voto pela condenação da União à penalidade de multa (...) por infringir o disposto no art. 115 § 1º, da Lei nº 6.404, de 1976 (...).”</p>
Caso Eneva	<p>“De todo modo, em minha opinião, ainda que fosse afastado o impedimento de voto da E.ON nos moldes propostos pela SEP, mesmo assim o referido acionista estaria impedido de votar, nos termos do art. 115, § 1º. Parecem-me nítidos os incentivos da E.ON para aprovar o laudo dos Credores uma vez que, dessa aprovação, decorre a realização de novo conclave com a aprovação pré-acordada, pelos Credores, do laudo referente aos ativos da própria E.ON.”</p> <p>“Há, portanto, um <u>interesse secundário</u>, além da simples aprovação de um laudo, no resultado da primeira deliberação. Esse interesse (não necessariamente ilícito) lança dúvidas sobre a real motivação do acionista, já que sua decisão na AGE de 26.08 poderia estar sendo orientada por esse <u>interesse secundário</u> (aprovação de seus próprios laudos pelos credores).”</p> <p>“Após mais de uma década de discussão, com várias mudanças de posição, prevalece atualmente na CVM, <u>desde o caso “Tractebel”</u> (...), a concepção de ordem formal para a análise da configuração do conflito de interesse.”</p>
Caso Emae	<p>“Em linha com a posição adotada pela CVM desde o <u>Processo Administrativo nº RJ2009/13179</u>, o conflito de interesses configura-se quando o acionista tiver na deliberação <u>interesse oposto ou paralelo</u> ao da companhia, que coloca em xeque a sua isenção para votar no melhor interesse daquela.”</p> <p>“Também <u>segundo os precedentes</u>, interesse conflitante não implica necessariamente um interesse irreconciliável com o da companhia. Na realidade, quando um acionista encontra-se em situação de conflito de interesses, o que se pretende dizer é que aquela pessoa não possui a isenção ou o ceticismo suficientes para assegurar que a decisão seja tomada de maneira imparcial, pois há outros <u>interesses externos</u> envolvidos.”</p>

Fonte: Própria, extraída do Inquérito Administrativo CVM nº RJ 2001/4977 (caso TIM); Inquérito Administrativo CVM nº RJ 2002/1153 (caso Previ); Processo CVM nº RJ 2009/1379 (caso Tractebel); Processo CVM nº RJ 2013/6635 (caso Eletrobras); Processo CVM nº RJ 2015/5021 (caso Eneva); e Processo CVM nº RJ 19957.005749/2017-29.

Como se percebe dos trechos das decisões acima, diferentemente do caso Tractebel, o Colegiado da CVM entendeu desnecessária a existência de interesses em conflito – no sentido estrito de oposição de interesses ou de interesse contraposto de uma mesma pessoa em posição de influenciar o processo decisório da companhia em relação a determinado negócio jurídico bilateral – para entender que o art. 115, § 1º é aplicável em qualquer hipótese em que haja um outro interesse (externo, secundário ou paralelo) por parte do acionista que potencialmente possa ser privilegiado em detrimento do interesse social. Houve, portanto, nesses casos posteriores, um alargamento nos balizamentos estabelecidos no caso Tractebel para a determinação do impedimento de voto, com base no art. 115, § 1º, da Lei nº 6.404/1976.

Note-se o alerta feito no voto da Presidente Maria Helena Santana, no caso Tractebel, que reforça a noção de que a adoção do controle *ex ante* pela CVM deveria obedecer aos regramentos estritos lá estabelecidos:

No entanto, parece-me que esse preceito legal deve ser aplicado com prudência, sob pena de se verificar, a pretexto de se coibir os conflitos de interesses, um excessivo cerceamento ao exercício do direito de voto pela mesa diretora dos trabalhos da assembleia. Acredito que só se deva impedir o acionista de exercer o voto com base nesse fundamento, quando, no caso concreto, verificar-se, de maneira evidente, o interesse particular em jogo na deliberação. A propósito, parece-me acertada a opinião do Professor Fábio Konder Comparato<sup>150</sup>:

Sobre essa prudência na encampação da teoria formal, também se alinham os votos dos Diretores Alessandro Broedel Lopes<sup>151</sup> e Otavio Yazbek<sup>152</sup>, que igualmente remetem ao que se denominou de corrente intermediária, professada por Fabio Konder Comparato, citada no capítulo 2. Essa corrente, como visto, reconhece que a lei prevê o controle *ex ante*, mas só admite a sua aplicação nos casos de conflito evidente, exemplificando como tal os contratos

<sup>150</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários, **Processo CVM nº RJ 2009/1379**, Acesso em: 23 mar. 2018.

<sup>151</sup> 62. Compartilho integralmente com a forma de interpretação do artigo 115, parágrafo 1º, proposta por Comparato. Entendo que o conflito de interesses pode ser verificado tanto *a priori*, nos casos em que possa ser facilmente evidenciado, quanto *a posteriori*, nas situações em que não transpareça de maneira reluzente. (...) 68. Resumindo tudo que foi dito até o momento, o conflito de interesses, em maior ou menor grau, será inerente a uma situação que envolva contrato bilateral entre a companhia e o acionista. Portanto, nessas situações, presume-se que os acionistas contratantes não podem votar na assembléia geral que vá deliberar sobre o contrato de que são parte. Ibid., Acesso em: 23 mar. 2018.

<sup>152</sup> 28. Pode-se asseverar que essa interpretação talvez seja por demais simplória, procurando ater-se à letra fria da lei e ignorando, ao mesmo tempo, tanto o caráter sistemático desta quanto a complexidade dos casos concretos. Ela poderia mesmo, nesse sentido, ser equiparada a uma afiliação direta à teoria do conflito formal em sua forma mais seca e rigorosa, sem maiores cuidados. Como se verá, não me parece que esta crítica seja possível. 29. Com efeito, acompanho, aqui, a posição de Fábio Konder Comparato, também transcrita no voto do Diretor Relator, de acordo com a qual: Ibid., Acesso em: 23 mar. 2018.

bilaterais celebrados entre a companhia e o acionista<sup>153</sup>.

Assim, entende-se que o caso Tractebel foi utilizado de forma retórica pelo Colegiado para justificar as decisões dos casos Eletrobras e Eneva que determinaram o impedimento de voto, “compreendendo a interpretação retórica não no seu sentido depreciativo, como uma fala sem significado, mas como um tipo de explicação embasada na articulação de conceitos complexos construídos e/ou direcionados pelo próprio intérprete na defesa de sua conclusão final<sup>154</sup>.” No próximo tópico, apontaremos elementos que podem ter influenciado as decisões do Colegiado da CVM no que tange ao alargamento do conceito de conflito de interesses.

## 4.2. O contexto do caso Eletrobras

O caso Eletrobras remonta à edição da MP 579, cujo objetivo principal foi a redução das tarifas de energia. Após a edição da Medida Provisória, as companhias geradoras, transmissoras e distribuidoras de energia tiveram um prazo para a renovação das suas concessões, e as notícias nos jornais de grande circulação a esse respeito convergem, principalmente, para os prejuízos financeiros causados pela MP 579 às empresas do setor elétrico, seja pela alteração do método de cálculo da indenização dos bens reversíveis<sup>155</sup>, seja pela alteração do fluxo de caixa das companhias em razão da redução das tarifas de energia<sup>156</sup>.

Dentro do prazo estabelecido pela Medida Provisória para a renovação das suas concessões, a Eletrobras marcou para 03.12.2012 uma assembleia geral extraordinária para deliberar sobre a renovação dos contratos de geração e transmissão de energia elétrica celebrados entre a União e as sociedades controladas pela Eletrobrás.

Pois bem. Realizou-se pesquisa nos quatro jornais de grande circulação: Folha de S.

<sup>153</sup> Para ARAGÃO, essa corrente “confunde de forma equivocada o binômio formal-substancial com o binômio evidente-implícito (...)”. ARAGÃO, 2013, p. 212.

<sup>154</sup> VILELA, 2017, p. 99-100.

<sup>155</sup> Lei 8.987, de 1995. Art. 36. A reversão no advento do termo contratual far-se-á com a indenização das parcelas dos investimentos vinculados a bens reversíveis, ainda não amortizados ou depreciados, que tenham sido realizados com o objetivo de garantir a continuidade e atualidade do serviço concedido.

<sup>156</sup> BRITO, Agnaldo. FREITAS, Tatiana. Renovar concessão causaria perda de R\$ 8 bi, estimam SP, MG, PR e SC. **Folha de S. Paulo**, São Paulo, 06 dez. 2012. Mercado. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2012/12/1196730-renovar-concessao-causaria-perda-de-r-8-bi-estimam-sp-mg-pr-e-sc.shtml>>; Folha de São Paulo, 21.11.2012>. Acesso em: 18 ago. 2018. ROSTÁS, Renato; VIRI, Natalia. Grupo Eletrobrás pode precisar de ajuda do Tesouro. **Valor Econômico**, 08 nov. 2012. Empresas. Disponível em: <<https://www.valor.com.br/empresas/2896108/grupo-eletrobras-pode-precisar-de-ajuda-do-tesouro>>. Acesso em: 18 ago. 2018.



Paulo, Valor Econômico, O Estado de S. Paulo e O Globo, acerca do tema. No Jornal Folha de S. Paulo, utilizando-se a palavra chave “Medida Provisória 579”, retornaram 215 resultados, sem que tenha sido possível a definição de um intervalo de datas para a realização da pesquisa. No jornal Valor Econômico, utilizando-se as mesmas palavra chave, retornaram 847 resultados entre a data de edição da MP e a data do dia seguinte à condenação da União pela CVM, e, em pesquisa entre o período de 25.05.2015, véspera do julgamento pela CVM e 31.07.2015 (dois meses após a condenação) com o filtro “empresas”, “eletrobras” e “estatal”, retornaram 43 resultados, dos quais quatro sobre notícias envolvendo a AGE da Eletrobras, a aplicação da multa pela CVM e a posição dos acionistas minoritários quanto ao tema.

Já nos jornais O Globo e O Estado de S. Paulo, a pesquisa foi realizada por meio do *Google*, com as palavras chave “Eletrobras” e “CVM”, uma vez que esses jornais não têm ferramenta de busca que organize as notícias em uma sequência lógica.

Como resultado geral dessa pesquisa, no intervalo entre a edição da Medida Provisória, em 11.09.2012, e o dia seguinte da realização da assembleia da Eletrobras, em 04.12.2012, identificaram-se 17 notícias que tratam da queda das ações e do impacto da renovação da concessão na saúde financeira da companhia, e do inconformismo dos acionistas minoritários<sup>157</sup>.

---

<sup>157</sup> LUNA, Denise; SCHREIER, Mariana. Decisão da Eletrobrás de renovar concessão irrita acionistas. **Folha de S. Paulo**, São Paulo, 15 nov. 2012. Mercado. Disponível em:

<<https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2012/11/1185859-decisao-da-eletobras-de-renovar-concessoes-irrita-acionistas.shtml>>. Acesso em: 25 ago. 2018.

AÇÕES mais negociadas da Eletrobrás caem quase 70% no ano. **Folha de S. Paulo**, São Paulo, 21 nov. 2012. Mercado. Disponível em: <[www1.folha.uol.com.br/mercado/1188772-acoes-mais-negociadas-da-eletobras-caem-quase-70-no-ano.shtml](https://www1.folha.uol.com.br/mercado/1188772-acoes-mais-negociadas-da-eletobras-caem-quase-70-no-ano.shtml)>. Acesso em: 25 ago. 2018.

ELETROBRÁS cai 15% na Bolsa, maior baixa em 15 anos, com cautela sobre concessões. **Folha de S. Paulo**, São Paulo, 19 nov. 2012. Mercado. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2012/11/1187858-eletobras-cai-15-na-bolsa-a-maior-baixa-em-15-anos-com-cautela-sobre-concessoes.shtml>>. Acesso em: 25 ago. 2018.

AÇÕES da Eletrobrás ampliam perdas e caem mais 7% na BOVESPA. **Folha de S. Paulo**, São Paulo, 19 nov. 2012. Mercado. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2012/11/1187661-acoes-da-eletobras-ampliam-perdas-e-caem-mais-de-7-na-bovespa.shtml>>. Acesso em: 25 ago. 2018.

SOUSA, Dayane. CVM descarta paralelo entre caso Eletrobrás e Tractebel. **Estadão**, São Paulo, 03 dez. 2012. Economia e Negócios. Disponível em: <<https://economia.estadao.com.br/noticias/negocios,cvm-descarta-paralelo-entre-caso-eletobras-e-tractebel,136696>>. Acesso em: 25 ago. 2018.

DURÃO, Mariana. CVM nega pedido e mantém assembleia da Eletrobras. **Estadão**, São Paulo, 01 dez. 2012. Economia e Negócios. Disponível em: <<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,cvm-nega-pedido-e-mantem-assembleia-da-eletobras,136619e>>. Acesso em: 25 ago. 2018.

SCHUFFNER, Claudia; RAGAZZI, Ana Paula. Eletrobras avalia os impactos da MP. **Valor Econômico**, Rio de Janeiro, 16 nov. 2012. Empresas. Disponível em: <<https://www.valor.com.br/empresas/2905850/eletobras-avalia-os-impactos-da-mp>>. Acesso em: 25 ago. 2018.

BITENCOURT, Rafael; BORGES, André. Eletrobras: acionistas querem impedir União de decidir sobre concessão. **Valor Econômico**, Rio de Janeiro, 03 dez. 2012. Empresas. Disponível em: <<https://www.valor.com.br/empresas/2926012/eletobras-acionistas-querem-impedir-uniao-de-decidir-sobre-concessao>>. Acesso em: 25 ago. 2018.

Posteriormente ao resultado da assembleia de acionistas, realizada em 03.12.2012, e anteriormente à decisão da CVM no que tange ao processo administrativo sancionador que aplicou a multa à União Federal, identificaram-se notícias sobre o inconformismo dos acionistas minoritários com o resultado da assembleia<sup>158</sup>, sobre a intenção, por parte de minoritários, de propor ação contra a CVM e a União no sentido de impedir a celebração de eventual termo de compromisso entre os dois com o objetivo de extinguir o processo administrativo sancionador<sup>159</sup>, e ainda uma matéria relacionando a corrupção nas sociedades de economia mista com as questões relativas à proteção de seus investidores e as novas regras da CVM para tanto<sup>160</sup>.

No que tange ao período acima, verificou-se notícia disponibilizada no site da Associação de Investidores no Mercado de Capitais (AMEC) sobre a abertura do processo administrativo sancionador em face da União Federal. A mesma notícia informa sobre o encaminhamento de carta à CVM, pela AMEC, solicitando que a CVM rejeite proposta de

---

TORRES, Fernando. Conflito na Eletrobrás? **Valor Econômico**, Rio de Janeiro, 03 dez. 2012. Mercado de Capitais. Disponível em: <<https://www.valor.com.br/valor-investe/casa-das-caldeiras/2926634/conflito-na-eletrobras>>. Acesso em: 25 ago. 2018.

BITENCOURT, Rafael; BORGES, André. Acionista vê politização na Eletrobras. **Valor Econômico**, Rio de Janeiro, 04 dez. 2012. Empresas. Disponível em: <<https://www.valor.com.br/empresas/2927144/acionista-ve-politizacao-na-eletrobras>>. Acesso em: 25 ago. 2018.

BORTOLOZI, Tatiane. Ações da Eletrobrás abrem pregão em baixa. **Valor Econômico**, Rio de Janeiro, 16 nov. 2012. Empresas. Disponível em: <<https://www.valor.com.br/empresas/2906284/acoes-da-eletrobras-abrem-pregao-em-baixa>>. Acesso em: 25 ago. 2018.

BORTOLOZI, Tatiane. Ações da Eletrobras caem 11,63% na bolsa. **Valor Econômico**, Rio de Janeiro, 16 nov. 2012. Empresas. Disponível em: <<https://www.valor.com.br/empresas/2906428/acoes-da-eletrobras-caem-1163-na-bolsa>>. Acesso em: 25 ago. 2018.

VIRI, Natalia. Eletrobras mantém sequência de baixa na bolsa e recua mais 20%. **Valor Econômico**, Rio de Janeiro, 21 nov. 2012. Empresas. Disponível em: <<https://www.valor.com.br/empresas/2912490/eletrobras-mantem-sequencia-de-baixa-na-bolsa-e-recua-mais-20>>. Acesso em: 25 ago. 2018.

ZAMPIERI, Aline Curi. Ações da Eletrobras desafiam fundo do poço. **Valor Econômico**, Rio de Janeiro, 22 nov. 2012. Finanças. Disponível em: <<https://www.valor.com.br/financas/2912744/acao-da-eletrobras-desafia-fundo-do-poco>>. Acesso em: 25 ago. 2018.

TAKAR, Teo; ZAMPIERI, Aline Curi. Bolsa sobe 0,35% mas Eletrobras segue em queda livre. **Valor Econômico**, Rio de Janeiro, 23 nov. 2012. Finanças. Disponível em: <<https://www.valor.com.br/financas/2914486/bolsa-sobe-035-mas-eletrobras-segue-em-queda-livre>>. Acesso em: 25 ago. 2018.

TAKAR, Teo; ZAMPIERI, Aline Curi. Elétricas voltam a gerar tensão na bolsa. **Valor Econômico**, Rio de Janeiro, 28 nov. 2012. Finanças. Disponível em: <<https://www.valor.com.br/financas/2919976/eletricas-voltam-gerar-tensao-na-bolsa>>. Acesso em: 25 ago. 2018.

ROSTAS, Renato. Bancos cortam preço alvo de ações da Eletrobras. **Valor Econômico**, Rio de Janeiro, 28 nov. 2012. Finanças. Disponível em: <<https://www.valor.com.br/empresas/2921224/bancos-cortam-preco-alvo-de-acoes-da-eletrobras>>. Acesso em: 25 ago. 2018.

<sup>158</sup> BITENCOURT; BORGES, Acionista vê politização na Eletrobrás. **Valor Econômico**, Rio de Janeiro, 04 dez. 2012, Acesso em: 25 ago. 2018.

<sup>159</sup> PITA, Antonio. Eletrobrás: acionista entra com ação contra União e CVM. **Estadão**, São Paulo, 22 abr. 2014. Economia e Negócios. Disponível em: <<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,eletrobras-acionista-entra-com-acao-contra-uniao-e-cvm,182613>>. Acesso em: 25 ago. 2018.

<sup>160</sup> A CVM e as estatais. **Estadão**, São Paulo, 09 mar. 2015. Opinião. Disponível em: <<https://opiniao.estadao.com.br/noticias/geral,a-cvm-e-as-estatais-imp-,1646986>>. Acesso em: 25 ago. 2018.

termo de compromisso no âmbito do referido processo administrativo sancionador, argumentando que o julgamento do caso possui crucial importância para a criação de precedente “a respeito do papel do acionista controlador na sociedade de economia mista”<sup>161</sup>.

Sobre o julgamento da CVM, destacam-se notícias de sua véspera, notadamente duas colunas publicadas no jornal O Globo, de grande repercussão perante a opinião pública, as quais previamente ao julgamento já assumiam a culpa da União como um dado incontestável. A primeira da colunista Miriam Leitão:

No próximo dia 19, a CVM julga um caso parecido. A União é acusada de, como controladora, atuar contra os interesses da Eletrobras, que aceitou os termos da MP 579 e desde então acumula prejuízos de R\$ 16 bi. A União votou como governo, que preparava o trunfo eleitoral de reduzir a tarifa de eletricidade. Está escrito na sua conta de luz que a estratégia falhou. No resultado da Eletrobras, está claro que o governo votou contra o interesse da companhia e de seus acionistas, que na sua maioria são os contribuintes<sup>162</sup>.

A segunda do Colunista Marcelo Loureiro:

No caso da Eletrobras, está claro que o governo votou contra o interesse da companhia e de seus acionistas, que na sua maioria são os contribuintes, representados pela União<sup>163</sup>.

Quanto ao resultado do julgamento que aplicou multa à União Federal, identificaram-

<sup>161</sup> AMEC. **Caso Eletrobrás**: CVM vê conflito e abre processo sancionador. Amec pede rejeição do termo de compromisso. 28 mar. 2014. Disponível em: <<https://www.amecbrasil.org.br/caso-eletrobras-cvm-ve-conflito-e-abre-processo-sancionador-amec-pede-rejeicao-de-termo-de-compromisso/>>. Acesso em: 18 ago. 2018.

<sup>162</sup> LEITÃO, Miriam. CVM fecha o cerco contra abuso em estatais. **O Globo**, Rio de Janeiro, 05 mai. 2015. Disponível em: <<http://oglobo.globo.com/busca/click?q=eletrobras+e+minoritarios&p=24&r=1534292624880&u=http%3A%2F%2Fblogs.oglobo.globo.com%2Fmiriam-leitao%2Fpost%2Fcvm-fecha-cerco-contra-abusos-em-estatais-566090.html&t=informacional&d=false&f=false&ss=&o=&cat=&key=e0045b3a78f5924e86264fe6df0cc803>>. Acesso em: 25 ago 2018.

<sup>163</sup> LOUREIRO, Marcelo. CVM tem a chance de criar precedente, ao julgar voto da União. **O Globo**, Rio de Janeiro, 26 mai. 2016. Disponível em: <<https://blogs.oglobo.globo.com/miriam-leitao/post/cvm-tem-chance-de-criar-precedente-ao-julgar-voto-da-uniao-567326.html>>. Acesso em: 25 ago 2018.

se cinco notícias nos referidos jornais<sup>164</sup>.

No âmbito do processo administrativo que resultou na condenação da União, é possível verificar que houve uma guinada no posicionamento inicial da CVM, pois, primeiramente, a Autarquia negou o pedido formulado pelos acionistas minoritários para impedir o exercício de voto pela União (previamente à assembleia), sob a alegação de que precisaria de mais informações para tomar a referida decisão, chegando o Presidente da Autarquia a alegar, por meio da imprensa, que o caso Eletrobras não tinha semelhança com o caso Tractebel. Conforme noticiado, “a diretoria da CVM entendeu que não havia elementos suficientes para formar sua convicção e negou pedido para cancelar assembleia geral extraordinária, marcada para esta segunda-feira”<sup>165</sup>.

Como desdobramento do pedido de interrupção de prazo de assembleia feito pelos acionistas minoritários e de declaração do impedimento de voto da União, conforme anteriormente mencionado, em 21.06.2013 foi instaurado processo administrativo sancionador para apurar a violação, pela União Federal, do art. 115, § 1º, da Lei 6.404/1976<sup>166</sup>.

No âmbito do referido processo administrativo sancionador, infere-se que a Relatora justifica o não acolhimento, pela peça acusatória, da alegação por parte dos acionistas minoritários (“Reclamante”) de que teria havido abuso de poder de controle, com base em uma “estratégia” adotada pela acusação como algo capaz de resultar em um fim desejado de forma mais simples e menos custosa:

7. Talvez para isolar a questão da atuação de uma entidade pública como acionista controladora no contexto do art. 155, § 1º, da Lei nº 6.404, de 1976, que por si só já é

<sup>164</sup> VETORAZZO, Lucas. CVM condena a União por uso político da Eletrobrás. **Folha de S. Paulo**, São Paulo, 26 mai. 2015. Mercado. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2015/05/1634075-cvm-condena-uniao-por-uso-politico-de-elektrobras.shtml>>. Acesso em: 25 ago. 2018.  
RAGAZZI, Ana Paula. CVM multa União em R\$ 500 mil por voto na Eletrobrás. **Valor Econômico**, Rio de Janeiro, 27 mai. 2015. Disponível em: <<https://www.valor.com.br/empresas/4068354/cvm-multa-uniao-em-r-500-mil-por-voto-na-elektrobras>>. Acesso em: 25 ago. 2018.  
CVM cumpre seu papel. **Estadão**, São Paulo, 30 mai. 2015. Opinião. Disponível em: <<https://opinio.estadao.com.br/noticias/geral,cvm-cumpr-seu-papel,1697157>>. Acesso em: 25 ago 2018.  
SALLOWICZ, Mariana. CVM multa União em R\$ 500 mil por conflito de interesses na Eletrobrás. **Estadão**, São Paulo, 26 mai. 2015. Economia e Negócios. Disponível em: <<https://economia.estadao.com.br/noticias/governanca,cvm-multa-uniao-em-r-500-mil-por-conflito-de-interesse-na-elektrobras,1694688>>. Acesso em: 25 ago. 2018.  
TEIXEIRA, Fabio; CAVALCANTI, Glauce. CVM multa a União por conflito de interesses na Eletrobrás. **O Globo**, Rio de Janeiro, 27 mai. 2015. Disponível em: <<http://oglobodigital.oglobo.globo.com/epaper/viewer.aspx>>. Acesso em: 25 ago. 2018.

<sup>165</sup> SOUSA, CVM descarta paralelo entre caso Eletrobrás e Tractebel. **Estadão**, São Paulo, 03 dez. 2012. Economia e Negócios, Acesso em: 25 ago. 2018.

<sup>166</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **PAS CVM nº RJ 2013/6635**. Rio de Janeiro, 21 jun. 2013. p. 790-813.

uma discussão complexa, a Acusação foi construída de forma cirúrgica, separando essa questão de outras discussões que, apesar de estarem em alguma medida presentes nos fatos, poderiam gerar controvérsias de natureza diversa. Muitas vezes essa estratégia acusatória priorizou irregularidades mais bem fundamentadas e com maior clareza na doutrina a teses mais difíceis.

(...)

10. Entretanto, as questões trazidas pelo Reclamante foram enfrentadas pela Acusação, que expôs por que, em seu entender, a inclusão de outros acusados ou acusações não se justificaria e consubstanciou na peça acusatória a decisão de como tratá-los. Assim, acredito que a escolha de prosseguir com irregularidades mais bem fundamentadas e preterir teses mais difíceis tenha sido uma estratégia acusatória consciente, refletida e legítima.

(...)

13. Mas, no presente contexto, não acredito que as discordâncias que o Reclamante tem ou mesmo os meus incômodos em relação à peça acusatória possam ser considerados irregularidades para fins dos artigos 6º e 11º da Deliberação CVM 538, de 2008, ou ainda uma definição jurídica inadequada dos fatos narrados. Tampouco são questões que tenham passado despercebidas pela Acusação. Ao contrário, a peça acusatória as enfrenta e refuta. Por isso, entendo que cabe tanto a mim, como relatora, quanto ao reclamante, respeitar a lógica e a estratégia adotada pela Acusação.

Pode-se dizer, assim, que aos olhos da Relatora, a adoção da teoria do conflito formal utilizada pela CVM para penalizar a União foi um caminho menos custoso, do ponto de vista processual, do que uma eventual penalização por outro tipo de ilícito, notadamente por abuso de poder de controle.

De acordo com especialistas e a própria AMEC<sup>167</sup>, a questão do abuso de poder de controle por parte da União deveria ser enfrentada pela CVM:

Apesar de ser louvável a corajosa independência, a CVM poderia ter feito melhor. Em vez de condenar a União pelo gritante abuso decorrente do teor do seu voto, a autarquia optou pela frágil teoria do “conflito formal”, pela qual a violação à lei se dá pelo simples fato de o acionista proferir um voto em situação de potencial conflito.

(...)

Com a opção pelo conflito formal, o abuso em si ficou em segundo plano<sup>168</sup>.

Não obstante, a decisão da CVM foi considerada pela opinião pública como inovadora

<sup>167</sup> “Cumpra registrar que nossos associados viram ainda em ambos os casos indícios de exercício abusivo de poder de controle – assunto que talvez mereça discussão mais aprofundada no futuro.”. AMEC. **Carta/AMEC/Presi n 07/2015**. São Paulo, 27 jul. 2015. Disponível em: <[www.amecbrasil.org.br/wp-content/uploads/2015/07/CARTA\\_PRESI\\_AMEC\\_07\\_Decisao\\_CVM\\_Estatais\\_Assinada.pdf](http://www.amecbrasil.org.br/wp-content/uploads/2015/07/CARTA_PRESI_AMEC_07_Decisao_CVM_Estatais_Assinada.pdf)>. Acesso em: 24 ago. 2018.

<sup>168</sup> FRANCO, Julia; ACCIOLY, João C. de Andrade. Errado por linhas retas: absolvição da União pelo conselhinho no caso Eletrobrás deixa ao menos uma lição. **Capital Aberto**, 5 ago. 2017. Legislação e Regulamentação. Disponível em: <<https://capitalaberto.com.br/temas/legislacao-e-regulamentacao/errado-por-linhas-retas/#.W37bLs5Kj4Y>>. Acesso em: 25 ago. 2018.

no que tange ao precedente que criou em relação às empresas estatais e a interpretação do art. 238 da Lei 6.404/1976. Note-se que, em 26.05.2015, a CVM divulgou em seu site notícia cujo título era “Punidos Controladores de Sociedade de Economia Mista”<sup>169</sup>, referindo-se ao caso Eletrobras e à Emae, não o caso analisado no presente trabalho, mas a decisão que impôs multa ao Estado de São Paulo, acionista controlador da Emae, por infração ao disposto no art. 116, parágrafo único, da Lei 6.404/1976.

A CVM respondeu a um clamor por balizamentos na atuação das sociedades de economia mista e pela cessação dos abusos cometidos pelo acionista controlador aos olhos do público investidor. Nesse sentido, extrai-se trecho da carta redigida pela AMEC, dirigida ao Presidente da CVM, relativamente à decisão dos casos Eletrobras e Emae, acima referidos, ambas as decisões proferidas na mesma data pelo Colegiado, demonstrando o referido clamor:

Nos julgamentos de 26.05.2015, a CVM enfrentou de maneira corajosa as alegadas exceções dos deveres dos acionistas controladores perante os minoritários nas empresas estatais. Interpretações equivocadamente amplas do artigo 238 da Lei das S.A. sugeriam uma verdadeira anistia para todo o tipo de abuso contra os demais acionistas de tais companhias. Há muito se aguardava que tais alegações fossem caladas, sob pena de inviabilizar o modelo de financiamento de empresas de economia mista através do mercado de capitais.

O magistral – e histórico – voto da Diretora Relatora colocou por terra os argumentos daqueles que acreditavam ser possível desviar as empresas de economia mista dos REAIS interesses públicos que levaram a sua criação. E a decisão unânime do colegiado deixou claro que os abusos que vierem a ser cometidos contra os investidores minoritários nessas sociedades não serão tolerados pelo regulador do mercado de capitais<sup>170</sup>.

Entre a realização da assembleia da Eletrobras, em 03.12.2012, quando a CVM, apesar de ter tido a oportunidade, não determinou previamente o impedimento de voto da União, e o julgamento, em 26.05.2015, o que se observa é uma grande mudança no contexto social, ocasionado principalmente pelo início da Operação Lava Jato, que motivou uma maior exigência, por parte da opinião pública, de ação das instituições do Estado quanto à fiscalização da atuação dos órgãos e entidades de governo<sup>171</sup>.

<sup>169</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Punidos controladores de sociedades de economia mista**. Rio de Janeiro, 26 mai. 2015. Notícias. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2015/20150526-1.html>>. Acesso em: 25 ago. 2018.

<sup>170</sup> AMEC. **Carta/AMEC/Presi n 07/2015**. São Paulo, 27 jul. 2015. Acesso em: 24 ago. 2018.

<sup>171</sup> Em março de 2015 eclodiram grandes manifestações populares contra o governo da Presidente Dilma Rouseff. **LINHA do tempo**: entenda a crise que culminou no impeachment. O Globo, 30 ago. 2016. Disponível em: <<https://oglobo.globo.com/brasil/linha-do-tempo-entenda-crise-que-culminou-no-impeachment-20015867>>. Acesso em: 24 out. 2018.

Além disso, no primeiro trimestre do ano de 2015, já era notória a perspectiva de uma grave recessão econômica<sup>172</sup>, recessão que foi e é, até os dias de hoje, fortemente atribuída à política econômica implantada pelo governo federal a partir de 2009, conhecida como Nova Matriz Econômica, da qual a redução das tarifas de energia, por meio da MP 579, era parte integrante<sup>173</sup>. Ou seja, a MP 579 fez parte de um pacote de medidas cuja percepção negativa no primeiro trimestre de 2015 era muito grande, não só pela suposta violação de direitos dos acionistas minoritários da Eletrobras.

Note-se que, cerca de um mês depois do julgamento da CVM, em 18.06.2015, foi constituída no Congresso Nacional comissão mista para a elaboração de projeto de lei de responsabilidade das estatais<sup>174</sup>, que resultou na Lei nº 13.303, de 30.06.2016, também como parte do que se chama de reação da opinião pública, em que se estabeleceram regras sobre a governança das empresas estatais.

Por fim, é preciso mencionar que a decisão da CVM foi revertida pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN). Em 24 de agosto de 2015, a União Federal apresentou recurso voluntário ao CRSFN, em face da Decisão do Colegiado da CVM que lhe imputou multa de quinhentos mil reais no âmbito do processo sancionador acima referido, e, em 29 de junho de 2017, na contramão da tendência de seus julgados de confirmação das decisões proferidas pela CVM<sup>175</sup>, o CRSFN acatou o recurso interposto pela União e decidiu,

<sup>172</sup> MACHADO, Tainara; MARTINS, Arícia. Recessão se aprofunda e PIB do segundo tri pode ser o pior do ano. **Valor Econômico**, São Paulo, 29 mai. 2015. Disponível em: <<https://www.valor.com.br/brasil/4072588/recessao-se-aprofunda-e-pib-do-2>>. Acesso em: 18 out. 2018. MACHADO, Tainara; NEUMAN, Denise. Crise energética e ajuste elevam risco de recessão. **Valor Econômico**, São Paulo, 21 jan. 2015. Disponível em: <<https://www.valor.com.br/brasil/3870280/crise-energetica-e-ajuste-elevam-risco-de-recessao>>. Acesso em: 18 out. 2018. SAFATLE, Claudia. Recessão entra na previsão do BC. **Valor Econômico**, 27 mar. 2015. Disponível em: <<https://www.pressreader.com/brazil/valor-econ%C3%B4mico/20150327/281578059161090>>. Acesso em: 18 out. 2018.

<sup>173</sup> FERREIRA, Pedro Cavalcanti; FRAGELLI, Renato. Devolvendo os ganhos de renda. **Valor Econômico**, 20 mai. 2015. Disponível em: <<http://www.fgv.br/professor/epge/ferreira/FerreiraFragelliMaio2015.pdf>>. Acesso em: 18 out. 2018. MEIRELLES, Henrique. Duro aprendizado. **Folha de S. Paulo**. São Paulo, 8 mar. 2015. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/colunas/henriquemeirelles/2015/03/1599673-duro-aprendizado.shtml>>. Acesso em: 18 out. 2018.

CASTRO, José Roberto. Quais os argumentos de quem vê exagero nas críticas à Nova Matriz Econômica. **Nexos**, 04 out. 2017. Disponível em: <<https://www.nexojornal.com.br/expresso/2017/10/04/Quais-os-argumentos-de-quem-v%C3%AA-exagero-na-cr%C3%ADtica-%C3%A0-%E2%80%98Nova-Matriz-Econ%C3%B4mica%E2%80%99>>. Acesso em: 18 out. 2018.

<sup>174</sup> BRASIL. Senado Federal. **CMLRE, ATN nº 3, 2015** – Responsabilidade das Estatais. Disponível em: <<http://legis.senado.leg.br/comissoes/mnas?codcol=1929&tp=3>>. Acesso em: 24 ago. 2018.

<sup>175</sup> PRADO, Viviane Muller et al. Pesquisa Empírica sobre o CRFN: resultados e debates In: **Mercado de Capitais**. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. PALMA, Juliana Banacorsi de; PRADO, Viviane Muller (Coord.). Rio de Janeiro: Elsevier, 2014. p. 105-183.

mediante voto de qualidade<sup>176</sup>, reverter a decisão do colegiado da CVM quanto à imposição da multa, “tendo em vista a total improcedência da acusação”<sup>177</sup>.

Em voto fundamentado, o Conselheiro Relator Flavio Maia Fernandes dos Santos entendeu que a análise do caso pelo critério formal não seria suficiente para a solução do caso concreto e, em uma análise substancial, entendeu que no voto da União prevaleceu o interesse público que justificou a criação da Eletrobras:

No caso concreto ora em análise, tem-se, de um lado, o poder-dever da União em votar numa decisão crucial para o futuro da companhia. As vantagens da opção de renovar logo as concessões eram mais imediatas, palpáveis e atreladas às diretrizes públicas traçadas para o setor elétrico no Brasil. Mas, ao se optar por esse caminho, a companhia teria que renunciar a direitos eventualmente prejudicados pela então nova legislação. Sob a ótica da companhia, a decisão crucial para o seu futuro, tomada pelo controlador no seu dever de conduzi-la para atender ao interesse público que justificou a sua criação, se afigura mais relevante do que o interesse – secundário, nessas circunstâncias – em manter a faculdade de pleitear judicialmente eventuais direitos preexistentes<sup>178</sup>.

A decisão do CRSFN foi severamente criticada pela AMEC<sup>179</sup>, como também repercutiu na imprensa<sup>180</sup>.

Entende-se que o CRSFN, por ser órgão integrante da estrutura do Ministério da Fazenda, diretamente sujeito à hierarquia do Poder Executivo Central, sem qualquer independência política ou administrativa, não possui a neutralidade típica das agências reguladoras, notadamente no que tange a decisões proferidas em face da União Federal. A ausência de neutralidade pode ter sido fator determinante para a reversão da decisão da CVM<sup>181</sup>.

<sup>176</sup> Art. 20. O CRSFN deliberará quando presentes três quartos de seus membros, e as deliberações serão tomadas por maioria simples, cabendo ao presidente da sessão também o voto de qualidade. Regimento Interno do CRSFN – Portaria MF nº 68/2016.

<sup>177</sup> BRASIL. CRSFN, **Recurso nº 14.306. Processo nº 10372.000246/2016-82**, Acesso em: 25 jan. 2017.

<sup>178</sup> Ibid., Acesso em: 25 jan. 2017.

<sup>179</sup> AMEC. **Retrocesso nas estatais**. Opinião AMEC. 11 jul. 2017. Disponível em: <<https://www.amecbrasil.org.br/retrocesso-nas-estatais/>>. Acesso em: 24 ago. 2018.

<sup>180</sup> FRANCO; ACCIOLY, Errado por linhas retas: absolvição da União pelo conselho no caso Eletrobrás deixa ao menos uma lição. Acesso em: 25 ago. 2018.

PAMPLONA, Nicola. Fazenda absolve a União em processo de conflito de interesses na Eletrobrás. **Folha de S. Paulo**, Rio de Janeiro, 28 jun. 2017. Mercado. Disponível em:

<<https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2017/06/1896895-fazenda-absolve-uniao-em-processo-de-conflito-de-interesses-na-elektrobras.shtml>>. Acesso em: 24 ago. 2018.

Conselhinho tem mantido decisões da CVM aponta estudo. **Valor Econômico**, Rio de Janeiro, 07 jul. 2017. Disponível em: <<https://www.valor.com.br/financas/5029786/conselhinho-tem-mantido-decisoes-da-cvm-aponta-estudo>>. Acesso em: 24 ago. 2018.

<sup>181</sup> VICTER, Maccacchero Renata. A Juridicidade da Revisão das Decisões Sancionatórias da CVM pelo CRSFN: uma nova reflexão. **Revista da Procuradoria-Geral do Banco Central**. v. 12, n 1 (2018).



No capítulo 5 adiante será falado sobre o arranjo institucional que autoriza a revisão das decisões sancionatórias da CVM e as distorções que isso pode gerar.

#### 4.3. O contexto do caso Eneva

Quanto ao caso Eneva, antiga MPX Energia, que, após ter parcela de seu capital adquirida pela empresa alemã E.ON, foi rebatizada com o nome de Eneva<sup>182</sup>, não se observa a profusão de notícias que se viu no caso Eletrobras acerca da decisão que determinou o impedimento de voto da E.ON<sup>183</sup>.

No entanto, a aquisição de parcela do capital da MPX pela E.ON foi noticiada nos quatro jornais de grande circulação<sup>184</sup> e cercada de alguma (pouca) polêmica<sup>185</sup> no que tange à não concessão de *tag along* para os acionistas minoritários. Pode-se dizer que as notícias sobre a venda da MPX para a E.ON tiveram viés positivo. A referida venda, porém, inseriu-se em um contexto já de dificuldade financeira e operacional do grupo X<sup>186</sup>.

O que se observa no âmbito do contexto que precedeu o julgamento ocorrido em agosto de 2015 são notícias com críticas a uma possível omissão da CVM, notadamente em relação ao seu papel de fiscalização das operações de mercado de capitais em relação às empresas do grupo

<sup>182</sup> “Na nova configuração, os alemães comprariam mais 24,5% da empresa, por 1,5 billão de reais e ficariam ao todo com 36%. O empresário [Eike Batista], que tinha até então metade da companhia, ficaria com 29% mas dividiria o controle com os germânicos, por meio de um acordo de acionistas.”. GASPARD, Malu. **Tudo ou Nada**. 5ª ed. Rio de Janeiro/São Paulo: editora Record, 2015. p. 430.

<sup>183</sup> RAGAZZI, Ana Paula. Clássico tenta ser relevante na elétrica. **Valor Econômico**, Rio de Janeiro, 01 jul. 2015. Empresas. <<https://www.valor.com.br/empresas/4115978/classico-tenta-ser-relevante-na-eletrica>>. Acesso em: 26 ago. 2018.

<sup>184</sup> VIRI, Natalia. E.ON conclui aquisição de fatia de 24,5% da MPX por R\$ 1,4 bilhão. **Valor Econômico**, Rio de Janeiro, 29 mai. 2013. Empresas. Disponível em: <<https://www.valor.com.br/empresas/3143880/eon-conclui-aquisicao-de-fatia-de-245-da-mpx-por-r-14-bilhao>>. Acesso em: 28 ago. 2018.  
EIKE vende mais 24,5% da MPX para a alemã E.ON. **O Globo**, Portal G1, 28 mar. 2013. Negócios. Disponível em: <<http://g1.globo.com/economia/negocios/noticia/2013/03/eike-vende-mais-245-da-mpx-para-alema-e.html>>. Acesso em: 28 ago. 2018.

COLLET, Luciana; OLIVEIRA, EULINA. E.ON formaliza compra de mais 24,5% da MPX. **Estadão**, São Paulo, 28 mar. 2018. Disponível em: <<https://economia.estadao.com.br/noticias/negocios,e-n-formaliza-compra-de-mais-24-5-da-mpx,148902e>>. Acesso em: 28 ago. 2018.

LUNA, Denise. Eike conclui venda de 24,5% de sua empresa MPX para a alemã E.ON. **Folha de S. Paulo**, São Paulo, 29 mai. 2013. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2013/05/1287124-eike-conclui-venda-de-245-de-sua-empresa-mpx-para-a-alema-eon.shtml>> Acesso em: 28 ago. 2018.

<sup>185</sup> ROCHA, André. O polêmico direito ao *tag along*. **Valor Econômico**, Rio de Janeiro, 08 out. 2013. Finanças. Disponível em: <<https://www.valor.com.br/financas/3296514/o-polemico-direito-ao->>. Acesso em: 28 ago. 2018. AMEC. **Esclarecimento sobre nota publicada na revista exame**. 19 abr. 2013. Últimas notícias. Disponível em: <<https://www.amecbrasil.org.br/esclarecimento-sobre-nota-publicada-na-revista-exame/>>. Acesso em: 28 ago. 2018.

<sup>186</sup> GASPARD, 2015, p. 428.

X<sup>187</sup>, e que culminaram com o ingresso em juízo, por parte de alguns acionistas minoritários da OGX, conforme noticiado pela Folha de S. Paulo em 22.01.2014<sup>188</sup>, de ação judicial em face da própria CVM pelos prejuízos sofridos, sob alegação de negligência do órgão regulador.

A OGX, por meio de oferta pública inicial de ações, fez a maior captação ocorrida na bolsa de valores até então, por meio da qual captou 6,7 bilhões de reais no ano de 2008<sup>189</sup>.

Nos tempos de glória, a OGX mobilizara milhares de investidores e fizera muitos novatos aderirem à bolsa, de modo que, mesmo depois de toda a crise, ainda havia mais de 50 mil investidores individuais e 2.040 fundos e empresas com ações da petroleira. Muitos tinham perdido todas as suas economias. Gente que juntara dinheiro para comprar um imóvel, para pagar os estudos dos filhos ou até mesmo sustentar a aposentadoria – e que decidira aplicar tudo no sonho multiplicador de Eike. E então, de repente, o pó<sup>190</sup>.

A MPX fez a sua oferta pública inicial (IPO) no ano de 2007, tendo captado na bolsa de valores 1,91 bilhões de reais<sup>191</sup>. No período de maior cotação das ações, entre 11.05.2012 (máxima histórica) e 26.09.2013, o valor das ações da Eneva (antiga MPX) sofreu uma perda de 91,31%, e, entre o IPO e 26.09.2013, uma perda de 58,91%, causando prejuízos bilionários aos seus investidores<sup>192</sup>.

Pode-se dizer que o dia primeiro de julho de 2013 foi o marco para a derrocada do Grupo X, em razão da divulgação ao mercado da revisão das projeções da OGX, notadamente quanto às expectativas sobre a produção dos campos de petróleo detidos pela empresa:

<sup>187</sup> CRISE no grupo X gera críticas sobre a atuação da ANP e da CVM. **Estadão**, São Paulo, 21 jul. 2013.

Disponível em: <<http://www.corporategovernance.com.br/estadao2.pdf>>. Acesso em: 28 ago. 2018.

DURÃO, Mariana. CVM: crise no grupo X deixará lições para investidores. **Hoje em dia**, 27 ago. 2013.

Disponível em: <[www.hojeemdia.com.br/primeiro-plano/economia/cvm-crise-do-grupo-x-de-eike-batista-deixará-lições-para-investidores-1.192046](http://www.hojeemdia.com.br/primeiro-plano/economia/cvm-crise-do-grupo-x-de-eike-batista-deixará-lições-para-investidores-1.192046)>. Acesso em: 28 ago. 2018.

POLITO, Rodrigo. Minoritários da Petroleira podem processar CVM. **Valor Econômico**, Rio de Janeiro, 06 set. 2013. Disponível em: <<https://www.valor.com.br/empresas/3261086/minoritarios-da-petroleira-podem-processar-cvm>>. Acesso em: 28 ago. 2015.

<sup>188</sup> LANDIM, Raquel. Minoritários da OGX processam Pedro Malan por negligência. **Folha de S. Paulo**, São Paulo, 22 jan. 2014. Mercado. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/fsp/mercado/148755-minoritarios-da-ogx-processam-pedro-malan-por-negligencia.shtml>>. Acesso em: 28 ago. 2018.

<sup>189</sup> MACHADO, Juliana; ROCHA, Rodrigo. Ações do grupo X derretem desde 2012. **Valor Econômico**, Rio de Janeiro, 30 jul. 2017. Empresas. Disponível em: <<https://www.valor.com.br/empresas/4852166/acoes-do-grupo-x-derretem-desde-2012>>. Acesso em: 28 ago. 2018.

<sup>190</sup> GASPAS, 2015, p. 457-458.

<sup>191</sup> MPX Energia tem queda em sua estreia na BOVESPA. **O Globo**, São Paulo, 14 dez. 2007. Economia. Disponível em: <<https://oglobo.globo.com/economia/mpx-energia-tem-queda-em-sua-estreia-na-bovespa-4133558>>. Acesso em: 28 ago. 2018.

<sup>192</sup> O grande fracasso das pré-operacionais. **Defenda seu dinheiro**, 27 set. 2013. Geral. Disponível em: <<http://defendaseudinheiro.com.br/o-grande-fracasso-das-pre-operacionais>>. Acesso em: 28 ago. 2018.

Ao aviso seguiu-se uma tsunami – e não apenas sobre a OGX, mas sobre todas as outras empresas X na bolsa. As linhas dos gráficos da cotação dos papéis na tela da Bloomberg, sempre ao alcance de Eike, só caíam, como se não houvesse fundo do poço. No pior momento do dia, a ação da OGX chegou a valer 48 centavos – uma queda de 39% em poucas horas<sup>193</sup>.

Na verdade, todas as empresas do grupo X passaram a apresentar problemas operacionais que culminaram, conforme levantamento feito pelo jornal Valor Econômico, com a perda de mais de 90% do valor das ações de emissão da OGX, MMX, CCX e OSX (a reportagem não incluiu a ENEVA), se computado o valor das ações desde 2012 até 27.01.2017<sup>194</sup>.

Não se sabe se como consequência das críticas feitas ao órgão regulador do mercado de capitais ou se por mero aperfeiçoamento do seu arcabouço normativo, o fato é que, em 25.09.2014, a CVM editou a Instrução CVM 551, que alterou dispositivos das Instruções CVM 400 e 476, limitando a captação de recursos em mercado de capitais por empresas em fase pré-operacional junto ao investidor de varejo<sup>195</sup> (art. 32-A da Instrução 400 e 15, parágrafos 4 e 5 da Instrução 476, alterados pela Instrução CVM 551). Foi apresentada a seguinte finalidade no que tange à alteração das normas, a constar do edital de audiência pública:

A CVM prevê novas regras para ofertas públicas realizadas por emissores em fase pré-operacional. Em primeiro lugar, a Minuta propõe alterar a Instrução CVM nº 400, de 2003, a fim de prever que ofertas públicas iniciais de emissores em fase pré-operacional deverão ser distribuídas exclusivamente para investidores qualificados e que a negociação de tais valores mobiliários permanecerá restrita a investidores qualificados pelo prazo de 18 meses contados da oferta<sup>196</sup>.

Em 18.03.2015, cinco meses antes do julgamento do caso Eneva, a CVM divulgou o resultado do julgamento de cinco processos administrativos sancionadores<sup>197</sup>, dos quais um diretamente relacionado à não divulgação de fato relevante pela MPX (Eneva), relativamente à

<sup>193</sup> GASPAR, 2015, p. 452.

<sup>194</sup> MACHADO; ROCHA, Ações do grupo X derretem desde 2012, Acesso em: 28 ago. 2018.

<sup>195</sup> De acordo com a Instrução CVM 551/2014, a companhia será considerada em fase pré-operacional enquanto não tiver apresentado receita proveniente de suas operações, em demonstração financeira anual.

<sup>196</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Audiência Pública. **Audiência Pública SDM 01/2014**. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/audiencias\\_publicas/ap\\_sdm/2014/sdm0114.html](http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2014/sdm0114.html)>. Acesso em: 29 ago. 2018.

<sup>197</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **CVM julga cinco processos sancionadores**. Rio de Janeiro, 18 mar. 2015. Notícias. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2015/20150318-2.html>>. Acesso em 26 ago. 2018.

aquisição de parcela do seu capital pela empresa alemã E.ON. Nessa ocasião, o Colegiado decidiu, por unanimidade, no âmbito do processo CVM 2013/10909, aplicar ao acusado (Eike Batista), na qualidade de acionista controlador da MPX, pena de multa pecuniária no valor de R\$ 300.000,00 pela não divulgação de fato relevante relativo ao acordo firmado com a E.ON para a aquisição de parcela do capital da MPX<sup>198</sup>.

Ademais, segundo noticiado, nessa data ainda estavam em andamento nove processos administrativos sancionadores na CVM em face das empresas e administradores do grupo X, além de 12 análises preliminares sobre potenciais irregularidades<sup>199</sup>.

Em 11.05.2015, o juízo da 30ª Vara Cível da Seção Judiciária do Rio de Janeiro proferiu sentença julgando improcedente a ação proposta em face da CVM por acionistas minoritários da OGX, referida anteriormente. Não obstante, parece ser incontestável o efeito que essa ação judicial produziu no que tange à materialização da crítica, por investidores, quanto à atuação do órgão regulador, de um lado, e à necessidade de uma atuação firme da CVM, de outro.

**MÁRCIO DE MELO LOBO E OUTROS**, qualificados na inicial, propõem a presente Ação pelo Rito Ordinário, em face da COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, EIKE FUHRKEN BATISTA, ELIEZER BATISTA DA SILVA e Óleo e Gás participações S/A, porque objetiva a condenação dos réus solidariamente ao pagamento de completa e cabal indenização dos prejuízos patrimoniais que forem apurados em liquidação de sentença.

Alega, em síntese, haver omissão da CVM no que tange ao seu dever de fiscalização das companhias abertas para que sejam prestadas informações permanentes e verdadeiras, sob o pálio da transparência. Assim afirma que a CVM se omitiu no caso da OGX, o que causou enormes prejuízos aos investidores adquirentes de valores mobiliários emitidos pela empresa<sup>200</sup>.  
(...)

Por fim, dois meses antes da decisão do colegiado sobre o caso Eneva, circulou notícia de que acionistas minoritários apresentaram junto ao Ministério Público Federal representação sobre o uso de informação privilegiada pela ex-mulher de Eike Batista para a negociação de

<sup>198</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM n RJ2013/10909**. Extrato de Sessão de Julgamento. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2015/20150318\\_PAS\\_RJ201310909.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2015/20150318_PAS_RJ201310909.pdf)>. Acesso em: 29 ago. 2018.

<sup>199</sup> DURÃO, Mariana. CVM marca 5 julgamentos de empresas do grupo X para dia 18. **Revista Exame**, 04 mar. 2015. Negócios. Disponível em: <<https://exame.abril.com.br/negocios/cvm-marca-5-julgamentos-de-empresas-do-grupo-x-para-dia-18/>>. Acesso em: 29 ago. 2018.

<sup>200</sup> BRASIL. Justiça Federal Seção Judiciária do Rio de Janeiro 30ª vara cível. **Ação pelo rito ordinário 0032719-12.2013.4.02.5101 (2013.51.01.032719-1)**. Rio de Janeiro, 11 mai. 2015.

ações de emissão da MPX, relacionada diretamente à detenção de informações acerca da entrada da E.ON no capital da MPX<sup>201</sup>.

Entende-se que a reputação das empresas do grupo X, absolutamente abalada pelos prejuízos de bilhões que causaram a investidores na esteira da condenação de Eike Batista pela omissão de informação relevante ao mercado acerca da aquisição da MPX pela E.ON<sup>202</sup>, e pela circulação de notícia, próxima à data do julgamento, de que teria havido o uso de informação privilegiada por parte de familiar de Eike Batista<sup>203</sup>, somando-se à percepção de que houve omissão da CVM quanto à sua função fiscalizatória do mercado de capitais, podem ter sido fatores que influenciaram parte do Colegiado a ampliar o conceito de conflito de interesses a fim de determinar o impedimento de voto da E.ON em assembleia de acionistas.

A decisão que ampliou o conceito de conflito de interesses remete a uma cautela diante dos fatos precedentes envolvendo as perdas bilionárias dos investidores no grupo X e o abalo reputacional da CVM.

Explica-se: pode-se vislumbrar que qualquer outro prejuízo que viesse a ser causado a acionistas minoritários no âmbito de operações societárias envolvendo o grupo X, notadamente a sua reversão em benefício dos acionistas controladores, poderia ser considerado um grande embaraço reputacional para o órgão regulador, motivo pelo qual o ambiente externo pode ter tido influência no sentido de uma interpretação que ampliou o conceito de conflito de interesses.

Objetivamente, entende-se que aponta para a existência da cautela acima mencionada, na decisão do órgão regulador, trecho do voto do Diretor Gustavo Borba, onde considera, para a determinação do impedimento de voto da E.ON, “que a iminência da realização da assembleia, inviabiliza a postergação da decisão para um estudo mais profundo da questão jurídica”. Ou seja, a dúvida operou favoravelmente à concessão da tutela de cunho inibitório.

Note-se, porém, que essa fundamentação vai em sentido diametralmente oposto ao do caso Eletrobras, em que, por ocasião da assembleia geral extraordinária, em dezembro de 2012, a ausência de informação suficiente foi utilizada pelo Colegiado da CVM como justificativa

<sup>201</sup> Acionistas minoritários pedem que o MPF investigue Luma e Eike Batista. **Folha de S. Paulo**, São Paulo, 05 mai. 2015. Mercado. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2015/06/1638371-minoritarios-pedem-ao-mpf-investigar-luma-e-eike.shtml>>. Acesso em: 29 ago. 2018.

Acionistas pedem que MPF investigue Luma de Oliveira por uso de informação privilegiada. **VEJA**, São Paulo, 05 jun. 2015. Economia. Disponível em: <<https://veja.abril.com.br/economia/acionistas-pedem-que-mpf-investigue-luma-de-oliveira-por-uso-de-informacao-privilegiada/>>. Acesso em: 29 ago. 2018.

<sup>202</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários, **Processo Administrativo Sancionador CVM n RJ2013/10909**. Acesso em: 29 ago. 2018.

<sup>203</sup> A CVM decidiu pelo arquivamento da reclamação formulada por acionistas minoritários pela suposta prática de uso de informação privilegiada em 13.03.2018. BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Decisão do Colegiado. **Proc. SEI 19957.003622/2017-75**. Rio de Janeiro, 13 mar. 2018. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/decisoes/2018/20180313\\_R1/20180313\\_D0906.html](http://www.cvm.gov.br/decisoes/2018/20180313_R1/20180313_D0906.html)>. Acesso em: 29 ago. 2018.

para que não fosse determinado o impedimento de voto<sup>204</sup>.

A direção oposta que esses dois casos tomaram inicialmente, no que tange à determinação prévia do impedimento de voto, para depois se alinharem quanto a uma postura mais restritiva do órgão regulador, em que pesem as suas diferenças técnicas intrínsecas, parece ir ao encontro de um ponto comum: a transformação ocorrida no ambiente social.

Por fim, mencione-se que a composição do Colegiado<sup>205</sup> em razão da proximidade dos julgamentos era quase idêntica, o que pode ter feito prevalecer uma orientação mais alinhada de um caso com o outro, no sentido da aplicação da regra de impedimento de voto em razão da existência de interesses externos ou secundários do acionista e menos alinhada com o caso Tractebel, julgado em 2010.

Não obstante, a decisão do caso Eneva além de não ter sido unânime, a reunião do Colegiado contou com apenas três dos seus cinco integrantes, diferente do que ocorreu no caso Eletrobras que foi unânime e contou com a integralidade dos membros do Colegiado<sup>206</sup>.

---

<sup>204</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **PAS CVM nº RJ 2013/6635**. Rio de Janeiro, 21 jun. 2013. p. 790-813.

<sup>205</sup> No caso Eletrobrás o Colegiado era composto por Leonardo Gomes Pereira (Presidente), Luciana Pires Dias, Roberto Tadeu Antunes Fernandes e Pablo Waldemar Renteria e no caso Eneva era composto por Leonardo Gomes Pereira (Presidente), Luciana Pires Dias, Roberto Tadeu Antunes Fernandes, Pablo Waldemar Renteria e Gustavo Rabelo Tavares Borba, que tomou posse em 11.08.2015, poucos dias antes do julgamento.

<sup>206</sup> Por ocasião do caso Eletrobras eram apenas quatro os membros do Colegiado.

## 5. A FIXAÇÃO DE UM CONCEITO DE CONFLITO DE INTERESSES E NOTAS SOBRE ARRANJO INSTITUCIONAL

Neste capítulo serão consignadas observações e conclusões resultantes da análise feita nos capítulos precedentes, notadamente quanto à ausência de previsibilidade das decisões da CVM no que tange a determinação do impedimento de voto do acionista por conflito de interesses e sobre a necessidade de fixação do conceito de conflito de interesses no âmbito da adoção de um controle *ex ante* e quanto ao arranjo institucional que permite a revisão das decisões sancionatórias da CVM.

### 5.1. Caso TIM e Caso Previ: breves considerações

O caso TIM, conforme a narrativa feita no capítulo 3, item 3.1.1, tratou de uma contratação entre uma companhia controlada (CTMR) e a sua controladora indireta (TIM), aprovada em assembleia geral pela sua controladora direta (Tele Sul).

Em seu voto vencedor, a Relatora apresentou os seguintes fundamentos para votar pela aplicação de penalidade por infração ao disposto no art. 115, § 1º: 1. pelo fato de o acionista controlador figurar dos dois lados da relação contratual, em negócio consigo mesmo; e 2. por não ter sido demonstrado para os demais acionistas que “o contrato atendia as condições equitativas e comutativas ou que não havia favorecimento ao controlador”<sup>207</sup>.

O primeiro elemento acima, celebrar negócio consigo mesmo, está em linha com os fundamentos de um controle *ex ante* das transações que envolvem conflito de interesses. Não obstante, o segundo fundamento diz respeito a um teste de equidade que, conforme tratado no capítulo 2, somente é aplicável ao controle *ex post*.

O caso Previ, em que prevaleceu a teoria do controle *ex post*, levanta discussão relevante acerca do impedimento de voto de acionistas minoritários. Relembre-se, primeiramente, a estrutura societária de que se está tratando, no âmbito do negócio jurídico em que restou arguido o impedimento de voto da Sistel e da Previ, no que tange ao seu exercício em AGE da Tele

---

<sup>207</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários, **Inquérito Administrativo n.º RJ 2001/4977**, Acesso em: 31 jan. 2018.

Norte Leste, conforme relatado *ipsis litteris* no capítulo 3, item 3.1.2:

Previ e Sistel possuíam participação acionária indireta, em percentual de 19,90% na Telemar Participações S.A. (TELEMAR), e participação direta de 9,5% na Tele Norte Leste Participações S.A. (Tele Norte Leste). A TELEMAR, por seu turno, era controladora direta da Tele Norte Leste.

O que motivou a proposta de abertura do inquérito pela Superintendência de Relações com Empresas da CVM (SEP), por suposta infração ao art. 115, § 1º, foram as participações que Previ e Sistel detinham em ambas as companhias.

O caso examinado pela Autarquia, sobre o suposto impedimento de voto da Previ e da Sistel, envolve a aprovação em assembleia geral da Tele Norte Leste Participações S.A. (Tele Norte Leste) de um “contrato de prestação de serviços gerenciais”<sup>208</sup> a ser celebrado entre a TELEMAR e as companhias concessionárias, controladas pela Tele Norte Leste.

Segundo o Relatório, a aprovação da matéria na assembleia da Tele Norte Leste se deu com os votos da Previ, da Sistel e dos Fundos Mútuos de Investimento em Ações dos quais a Previ e a Sistel eram os únicos cotistas, participação essa que, em conjunto, representava 9,5% do Capital da Tele Norte Leste.

A Relatora do caso, em seu voto, posicionou-se no sentido de que a participação simultânea da Previ e da Sistel nas duas companhias configuraria um negócio consigo próprio e, portanto, deveriam abster-se de votar ante a situação de evidente conflito de interesse<sup>209</sup>.

Pois bem. Entende-se que é condição necessária do conceito de *self-dealing* a existência de um poder decisório único, capaz de influenciar a companhia. Acionistas minoritários, como se sabe, tem poder decisório limitado.

Ademais, a supressão do direito de voto por conflito de interesses é justificável com base na teoria da agência<sup>210</sup>, uma vez que o controlador, como agente, gere o patrimônio dos acionistas minoritários (principal) e, por essa razão, necessita-se de mecanismos para alinhar interesses<sup>211</sup>.

<sup>208</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários, **Inquérito Administrativo CVM nº RJ 2002/1153**, Acesso em: 15 mai. 2018.

<sup>209</sup> Conforme o voto da Relatora Norma Parente: Os efeitos da vantagem patrimonial são evidentes, seja pelo recebimento de recursos (financeiros) através do pagamento de dividendos pela Telemar (companhia em que a participação acionária de Previ e Sistel era superior à da Tele Norte Leste), seja pela variação patrimonial positiva da Telemar em função da remuneração recebida (econômico). Ibid., Acesso em: 15 mai. 2018.

<sup>210</sup> MECKLING, W.; JENSEN, M. C. Teoria da firma: comportamento dos administradores, custos de agência e estrutura de propriedade. **RAE – Revista de Administração de Empresas**, v. 48, n. 2, p. 87-123, abr.-jun. 2008.

<sup>211</sup> “o principal problema de agência no mercado brasileiro ocorre entre acionistas controladores e acionistas minoritários, já que os primeiros podem não estar maximizando o retorno do investimento dos segundos.” GORGA, 2013, p. 55.



Nesse sentido, o impedimento de voto pode ser considerado um mecanismo de alinhamento de interesse, pois evita, de forma absoluta, a extração de benefícios privados pelo acionista controlador nas situações em que esse risco seja elevado.

Por essas razões, entende-se desprovida de fundamento uma regra de impedimento de voto (controle *ex ante*) que seja aplicável a acionistas minoritários<sup>212</sup>. Não obstante, a Lei 6.404/1976, não faz qualquer distinção quando determina que o acionista conflitante não poderá votar. Tampouco é possível ter certeza sobre qual seria o posicionamento da CVM diante de uma tal questão, em que pese, no caso Emae, o fato de o relatório da SEP ter dado indicações de que o impedimento de voto se aplicaria ao caso de participações minoritárias simultâneas<sup>213</sup>.

17. Nesse sentido, o impedimento de voto só existirá para o acionista que possuir participação maior na contraparte do que na companhia<sup>214</sup>. Não para qualquer acionista que possua participação nas duas.

(...)

20. O que disso não decorre é o engessamento desproporcional que o Recorrente sugere.

21. Primeiro, porque, ao contrário do alegado, não seriam todos os acionistas simultâneos a ambas as companhias que estariam impedidos de votar – apenas aqueles nos quais os seus interesses na contraparte fossem objetivamente maiores do que na companhia que realizaria a assembleia.

22. Segundo, e mais importante, todo esse contexto existe apenas nas deliberações que envolvam interesses conflitantes entre companhias nas quais o acionista possua participação simultânea – como, por exemplo, num acordo que preveja uma compensação financeira a ser paga por uma companhia à outra.(...)<sup>215</sup>.

Ainda sobre essa questão, é importante atentar para a consequência caso seja adotada a tese do impedimento de voto nas situações em que o acionista conflitante é acionista minoritário, conforme ressaltou em seu voto o Diretor Luis Antonio Sampaio Campos:

Caso a tese da ocorrência do conflito formal, do duplo interesse, prevaleça, os fundos de pensão, os fundos de investimento e outros investidores que detêm participações precipuamente minoritárias – mas relevantes – em diversas sociedades, concorrentes até, estariam ao fim e ao cabo proibidos de exercer seu voto, pois teriam, em todas as deliberações, um duplo interesse. Haveria sempre a dúvida se estariam votando na assembleia em benefício de seu interesse como acionista da companhia específica ou da outra companhia concorrente da qual também são acionistas. É de se ressaltar,

<sup>212</sup> SALOMÃO FILHO, 2015, p. 111.

<sup>213</sup> Não se pode, porém, tirar uma conclusão com base nos votos proferidos pelos Diretores.

<sup>214</sup> Refere-se à companhia na qual o voto do acionista não poderá ser exercido.

<sup>215</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Relatório nº 71/2017 – CVM/SEP/GEA-3**. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Acesso em: 22 jan. 2018.

inclusive, que o resultado de uma tal interpretação seria contrário ao que a própria CVM vem incentivando, ou seja, a uma participação mais efetiva de tais investidores nas companhias.

Em reforço às observações acima, que integram as razões do voto que prevaleceu na ocasião do julgamento do caso Previ, é de se ressaltar o importante papel que o ativismo de investidores institucionais exerce no aprimoramento da governança corporativa das companhias<sup>216</sup>. Assim, medidas que desincentivam a participação ativa desses atores no mercado de capitais podem ter efeitos deletérios ao desenvolvimento do mercado.

Com essas breves considerações, procurou-se apontar que tanto o caso TIM como o caso Previ, este último no que tange ao voto vencido da Relatora, não apresentam o que se considera a melhor solução para a adoção de um controle *ex ante*.

## 5.2. As consequências da subdeterminação normativa do conceito de conflito de interesses

Uma das críticas feitas à adoção da teoria do conflito formal ou do controle *ex ante* é o fato de não existir um critério uniforme para a determinação do impedimento de voto, podendo haver uma infinidade de casos ou graus de conflito que deixariam ao absoluto talante do órgão regulador o exercício ou não do voto pelo acionista controlador<sup>217</sup>.

Dito de outra forma, não haveria como pré-determinar em qual grau, ou em que medida, a existência de um outro interesse por parte do acionista, aqui denominado de interesse extrassocial<sup>218</sup>, seria determinante para o impedimento de voto.

<sup>216</sup> GOSHEN; HANNES, **The death of corporate law**, Acesso em: 14 out. 2018.

GILSON, Ronald J.; GORDON, Jeffrey N. **The Agency Costs of Agency Capitalism**: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights, 113 Colum. L. rev. 863 (2013). Disponível em: <[https://law.duke.edu/sites/default/files/centers/gfmc/session\\_3/1\\_gilson\\_and\\_gordon-agency\\_costs\\_of\\_agency\\_capitalism-2013.pdf](https://law.duke.edu/sites/default/files/centers/gfmc/session_3/1_gilson_and_gordon-agency_costs_of_agency_capitalism-2013.pdf)>. Acesso em: 22 out. 2018.

<sup>217</sup> Em primeiro lugar, é impossível proibir todo e qualquer voto em situação de conflito de interesses, mesmo porque a realidade é muito mais rica do que a imaginação do intérprete. Não havendo critério prévio e universal para evidenciar o que seja interesse conflitante, a sua constatação torna-se uma questão fática, à luz da ocasião em que o voto é lançado. ARAGÃO, 2013, p. 205.

<sup>218</sup> Concebido como interesse comum dos sócios, o conceito de interesse social funda-se na distinção entre interesse social e interesse extrassocial dos sócios: é interesse social qualquer interesse que se enquadre no esquema causal do contrato de sociedade, seja esse o interesse à maximização da eficiência produtiva ou aquele à maximização do dividendo; e, por outro lado, interesse extrassocial, um interesse estranho à causa do contrato de sociedade (fim social) e, portanto, pessoal de um ou mais sócios, ou mesmo da maioria dos sócios. O conflito de interesses, portanto, não pressupõe um contraste entre um interesse do sócio e o interesse (superior) da sociedade, mas um contraste entre dois interesses, ambos também relacionados ao

Note-se que a crítica acima referida, dos adeptos da corrente substancialista, de que haveria uma infinidade de situações potenciais de conflito de interesses não previsíveis de antemão, parece materializar-se nos casos Eletrobras e Eneva.

No caso Eletrobras, verifica-se que a questão sobre o “grau de conflito” que seria suficiente para determinar o impedimento de voto é ponderada no Termo de Acusação, para efeito da imputação feita à União por infringência do art. 115, § 1º, para ao final concluir que a renúncia ao direito de pleitear judicialmente a indenização seria razão suficiente para ensejar o impedimento de voto:

45. Porém, há outra questão, também bastante complexa, da qual não é possível escapar: os interesses particulares da União eram de tal ordem que comprometiam a isenção do seu julgamento?

(...)

50. Devemos identificar onde (...) o caso concreto se situa e ver se ele ultrapassa o ponto que deflagra o impedimento de voto.

(...)

70. Será que ainda assim o benefício da blindagem contra possíveis questionamentos futuros era significativo o bastante para fazer recair sobre a União um impedimento de voto? Colocando a questão de outra forma: “o quão viável seria uma eventual pretensão da Eletrobras de obter indenizações superiores às calculadas conforme a MP 579?

(...)

85. Todos esses fatores tomados em conjunto mostram que eventual pleito indenizatório da Eletrobras por valores superiores aos da MP 579 seria, no mínimo, plausível. Talvez o pleito não viesse a ser acolhido, já que a questão é inegavelmente controversa. Mas o só fato de ter tal controvérsia peremptoriamente resolvida em seu favor é um benefício à União, com relevante repercussão financeira<sup>219</sup>.

Como visto, a deliberação assemblear não tinha como objeto principal a situação identificada como ensejadora do impedimento de voto. A renúncia ao direito de pleitear judicialmente valores indenizatórios em face da União era uma consequência da deliberação sobre a prorrogação do prazo da concessão, a qual, essa sim, era objeto da ordem do dia<sup>220</sup>.

Entende-se que, não por outra razão, a Diretora Relatora, em seu voto, consignou que o objeto da deliberação pode ser mais amplo do que a matéria na qual o conflito foi identificado. Ou seja, a situação de conflito não precisa ser objeto da deliberação, mas pode ser uma

---

sócio: o interesse social e o seu eventual interesse extrassocietário. ADAMEK, **Abuso de minoria em direito societário**: abuso das posições subjetivas minoritárias, Acesso em: 24 set. 2018.

<sup>219</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **PAS CVM nº RJ 2013/6635**. Rio de Janeiro, 21 jun. 2013. p. 813-834.

<sup>220</sup> BRASIL. Ministério das Minas e Energia. Centrais Elétricas Brasileiras S.A.-ELETROBRAS **Edital de convocação 160ª assembleia geral extraordinária**. Rio de Janeiro, RJ, 14 nov. 2012. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Acesso em: 18 out. 2018.

decorrência dela. Por essa razão, entende-se, a Relatora reporta-se a “interesse externo” e não a “interesse contraposto”.

122. Pelas razões expostas no decorrer do voto, considero que:

i) o art. 115, § 1º, da Lei nº 6.404, de 1976 se aplica a situações de conflito de interesses em que de um lado esteja uma sociedade de economia mista e, de outro, um controlador público, mesmo quando o objeto da deliberação seja mais amplo que a matéria na qual o conflito foi identificado e inclua questões que possam ser entendidas como pertinentes às razões que justificam a criação da companhia, como os contratos de concessão; (grifou-se)

Da mesma forma, como se procurou demonstrar, o caso Eneva se afasta dos balizamentos estabelecidos no caso Tractebel, uma vez, que naquele caso, não é possível identificar a situação em que o acionista impedido de votar pudesse estar influenciando a companhia em decisão assemblear que fosse relativa a negócio jurídico no qual estivesse atuando como contraparte da companhia.

O impedimento de voto foi determinado em razão da consideração feita pela área técnica da CVM, acatada pela maioria do Colegiado, de que, por meio da Carta de Confirmação de Apoio, a E.ON estaria assegurando (pré-determinando) a avaliação do valor dos seus bens, que seriam integralizados em futuro aumento de capital, em troca do seu voto favorável quanto à avaliação e capitalização dos bens dos credores. Ou seja, o compromisso de aprovação cruzada de matérias a serem deliberadas em assembleias distintas foi considerado determinante para o impedimento de voto.

Rememore-se que o Relator, o qual restou vencido, ressalta, para corroborar a sua conclusão quanto à inexistência de hipótese ensejadora de impedimento de voto, que a Carta de Confirmação de Apoio e o PRJ foram negociados entre partes independentes, ou seja, não se configura uma situação em que a mesma parte possa influir em lados distintos do mesmo negócio.

Nesse caso, como apontado anteriormente, utilizou-se a expressão “interesse secundário” para justificar o impedimento de voto, relacionada esta expressão ao compromisso de aprovação, pelos credores, do laudo de avaliação dos bens da E.ON a serem capitalizados em um futuro aumento de capital.

Em artigo que trata sobre “as incertezas introduzidas pela função jurisdicional no ambiente econômico”, os Professores Joaquim Falcão, Luiz Fernando Schuartz e Diego Werneck Arguelles propõem que a “incerteza judicial” pode ser do tipo “estrutural” ou

“patológica”<sup>221</sup>.

A incerteza estrutural é aquela que é inerente ao processo de escolha entre alternativas excludentes, ao passo que a incerteza patológica é aquela que “pode e deve ser combatida”, por apresentar algum traço de anormalidade, no que tange ao processo decisório<sup>222</sup>.

Mais adiante, os autores se referem a dois outros tipos de “incerteza judicial”:

**Quanto aos meios e quanto ao conteúdo.** A primeira diz respeito à aplicação das normas que devem reger o processo de tomada de decisão judicial – por exemplo, a respeito dos prazos previstos no Código de Processo Civil para que o juiz dê a sentença. Já a incerteza quanto ao conteúdo da decisão propriamente dito se refere às expectativas (normativas ou cognitivas) que ela frustra ou confirma quando é tomada<sup>223</sup>.

No que tange ao conteúdo, a incerteza será patológica quando se trate de “decisões judiciais que não correspondem a expectativas subjetivas (sejam essas normativas ou cognitivas) juridicamente protegidas”. (...) “Já as decisões judiciais cujo conteúdo é incerto por características estruturais do processo de interpretação e aplicação do direito, não são criticáveis como fatores de insegurança jurídica – ainda que possam ser motivo de frustração de expectativas subjetivas”<sup>224</sup>.

Para os propósitos do presente capítulo, utilizaremos a metodologia proposta por esses autores para classificar a “incerteza” quanto às decisões da CVM em âmbito administrativo, como do tipo estrutural ou patológica. No caso, interessa especificamente avaliar a incerteza quanto ao conteúdo das decisões e sobre como essa questão se liga à questão da insegurança jurídica.

De acordo com esses mesmos autores, “uma decisão cujo conteúdo é patologicamente incerto é uma função da distância entre o que diz a decisão, de um lado, e o que diz a lei aplicável, de outro.”

O Professor Joaquim Falcão considera “a maior ou menor amplitude que o Judiciário tem dado ao conteúdo material de uma cláusula pétrea” um dos principais fatores de

---

<sup>221</sup> ARGUELHES, Diego Werneck et al. Jurisdição, Incerteza e Estado de Direito. **Revista de Direito Administrativo**, Rio de Janeiro, v. 243, p. 79-112, jan. 2006.

<sup>222</sup> Ibid., p. 79-112.

<sup>223</sup> ARGUELHES, 2006, p. 79-112.

<sup>224</sup> Id.

insegurança jurídica<sup>225</sup>.

As cláusulas pétreas, como “caixas vazias a serem preenchidas não se sabe com o quê”<sup>226</sup>, equivalem a conceitos jurídicos indeterminados<sup>227</sup>.

Na aplicação ou interpretação, pela Administração, de conceitos jurídicos indeterminados, é possível que seja feita uma valoração, por meio dos seus órgãos técnicos e especializados, que comporte uma escolha entre alternativas que são excludentes<sup>228</sup>. A Administração nesses casos possui uma margem para a integração da norma.

Quando se admite uma margem de apreciação em favor da Administração na aplicação de um conceito normativo indeterminado, se está admitindo que podem existir distintas interpretações lícitas e, em consequência, que não cabe falar em uma única solução justa<sup>229</sup>.

A insegurança jurídica seria a consequência do processo de escolha que permeia as decisões judiciais ou administrativas, quando aplicável aos casos de incerteza patológica.

Ao discorrer sobre o conceito de segurança jurídica, Humberto Ávila propõe o deslocamento do seu núcleo da questão “semântica”<sup>230</sup> para a questão “argumentativa”<sup>231</sup>. “Segurança jurídica, por consequência, deixa de ser uma mera exigência de predeterminação para consubstanciar um dever de controle racional e argumentativo”<sup>232</sup>. O caráter argumentativo do Direito, de acordo com esse autor, deve ser controlado por processos de “determinação, de legitimação, de argumentação e de fundamentação” na aplicação do Direito, que devem conter “racionalidade” e “coerência”.

<sup>225</sup> FALCÃO, Joaquim. **A ambição do Supremo e o plano real**. 2017. Disponível em: <<http://iepecdg.com.br/wp-content/uploads/2017/02/O-Supremo-e-Plano-Real.-12.24.04.2017.pdf>>. Acesso em: 18 abr. 2018.

<sup>226</sup> Ibid., Acesso em: 18 abr. 2018.

<sup>227</sup> Os conceitos jurídicos indeterminados contêm termos ou expressões de textura aberta, dotados de plasticidade, que fornecem um início de significação a ser complementado pelo intérprete, levando em conta as circunstâncias do caso concreto. A norma em abstrato não contém integralmente os elementos de sua aplicação. GUERRA, Sérgio. **Discrecionalidade, regulação e reflexividade**: uma nova teoria sobre as escolhas administrativas. 3ª ed. Belo Horizonte: Fórum, 2015. p. 132.

<sup>228</sup> BINENBOJM, Gustavo. **Uma teoria do direito administrativo**: direitos fundamentais, democracia e constitucionalização. Rio de Janeiro: Renovar, 2006. p. 215-216.

<sup>229</sup> GUERRA, 2015, p. 129-130.

<sup>230</sup> “certeza por meio da determinação prévia e abstrata de hipóteses legais e aferível mediante descrição da linguagem.”. ÁVILA, Humberto. **Segurança Jurídica**: entre a permanência, mudança e realização no direito tributário. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 273.

<sup>231</sup> Apresenta-se um conceito de segurança jurídica centrado no controle argumentativo e constatável por meio do uso da linguagem, por meio do conhecimento de critérios e de estruturas hermenêuticas, e para o qual o Direito é produto da experiência e resulta da conjugação de aspectos objetivos e subjetivos inerentes à sua aplicação. ÁVILA, 2011, p. 273.

<sup>232</sup> Ibid., p. 255.

A racionalidade é assegurada por regras racionais de argumentação, dentre as quais a necessidade de justificação e de universalização. Desse modo, nenhuma asserção pode ser feita sem que lhe seja agregado um argumento. Essa justificação, a seu turno, depende da sua capacidade de universalidade: sempre que ocorrer determinado fato, deve ser aplicada determinada consequência, assim ocorrendo para todos os casos que tiverem as mesmas características. A coerência é garantida por meio da recondução da decisão a um conjunto, internamente consistente, formal e materialmente, de princípios e regras, especialmente graças ao suporte material dado por princípios fundamentais<sup>233</sup>.

Assim como “uma decisão cujo conteúdo é patologicamente incerto é uma função da distância entre o que diz a decisão, de um lado, e o que diz a lei aplicável, de outro”, pode-se dizer também que é patológica quanto ao conteúdo uma decisão que apresenta um distanciamento em relação às decisões que lhe antecedem pois, tal como a lei, os precedentes também possuem uma função garantidora e estabilizadora<sup>234</sup>.

Ao discorrer sobre a função julgadora da CVM e da produção normativa dela resultante<sup>235</sup>, Maria Eduarda Fleck da Rosa explica que, “não obstante a ausência de caráter vinculativo das decisões, estas regras concretas e individuais terão o condão de estabilizar o sistema, pois sinalizarão aos agentes de mercado as posições a serem seguidas, proporcionando maior segurança jurídica ao sistema”<sup>236</sup>.

Propõe-se avaliar os precedentes da CVM quanto à sua racionalidade e coerência como elementos de medida da distância entre o que diz um precedente, de um lado, e os precedentes subsequentes, de outro, notadamente quanto ao conteúdo do conceito de conflito de interesses, podendo-se, a partir daí, ser aferida a previsibilidade ou a imprevisibilidade das decisões.

Previsibilidade, utilizando-se de palavras de Humberto Ávila, significa que o agente regulado “deve poder reconstruir os fatos, as qualificações jurídicas abstratas e prever, com grande aproximação, não a futura consequência singular que será efetivamente atribuída a seus atos, mas sim as reduzidas consequências alternativas aplicáveis que podem ser atribuídas a

<sup>233</sup> ÁVILA, 2011, p. 273.

<sup>234</sup> Art. 966, § 5, do Código de Processo Civil: Cabe ação rescisória, com fundamento no inciso V do **caput** deste artigo, contra decisão baseada em enunciado de súmula ou acórdão proferido em julgamento de casos repetitivos que não tenha considerado a existência de distinção entre a questão discutida no processo e o padrão decisório que lhe deu fundamento.

<sup>235</sup> Por poder normativo, entendemos a competência da CVM para editar normas, sejam elas concretas, abstratas, individuais ou gerais. Nesta compreensão, é o poder normativo que a ela confere competência para, por exemplo, editar instruções, conceder registros, bem como, por meio da aplicação da norma ao caso concreto, julgar. ROSA, Maria Eduarda Fleck da. **O poder normativo da CVM**. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-20032013-140738/pt-br.php>>. Acesso em: 19 mai. 2018.

<sup>236</sup> ROSA, Maria Eduarda Fleck da. Regulação do Mercado de Capitais. In: PALMA, Juliana Banacorsi de; PRADO, Viviane Muller (Org). **Mercado de Capitais**: Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014.

seus atos (...)”<sup>237</sup>.

Remetendo-se à metodologia anteriormente proposta quanto à incerteza estrutural e patológica, pode-se afirmar que a ausência de previsibilidade, conforme acima definida, torna “patológica” a “incerteza” que é inerente ao processo de escolha.

O que se observa, tanto na literatura nacional especializada quanto nos precedentes da CVM em relação à matéria sobre o voto do acionista em conflito de interesses, é um embate entre teses jurídicas opostas que caracterizam de forma distinta a existência do conflito de interesses que seja capaz de impedir o acionista de votar.

Pode-se dizer que a escolha entre uma ou outra forma de interpretação do dispositivo legal para a aplicação da regra sob a perspectiva da teoria do conflito formal ou do conflito material, está no âmbito do que se denomina de incerteza estrutural, pois, em razão da subdeterminação normativa, a sua aplicação resulta de uma escolha discricionária, a qual permite mais de uma solução.

Há que se questionar, porém, se a maior amplitude que a CVM vem concedendo ao conceito de conflito de interesses, conforme indicam os seus subseqüentes precedentes, pode refletir uma incerteza patológica que tem como consequência a insegurança jurídica<sup>238</sup>. A resposta a esse questionamento pode ser dada por meio do controle argumentativo das decisões, ao se verificar a existência de racionalidade e coerência de seus fundamentos. Racionalidade entendida como a apresentação de uma justificação<sup>239</sup> que tenha embutida o caráter de universalidade<sup>240</sup> e coerência entendida como ausência de contradição com uma norma geral aplicável.

Pode-se apontar, a partir do caso Tractebel, ausência de racionalidade na construção do conceito de conflito de interesses conforme os precedentes se sucederam no tempo, pois as razões particulares relativas aos casos concretos examinados pela CVM alteraram a descrição normativa do conceito de conflito formal de interesses, estabelecida no referido caso.

---

<sup>237</sup> ÁVILA, 2011, p. 253.

<sup>238</sup> Distinguimos incerteza judicial de insegurança jurídica. Incerteza judicial diz respeito ao processo decisório em si dentro do Poder Judiciário.

Insegurança jurídica diz respeito aos resultados, as consequências, do processo decisório na sociedade, quer em relação às expectativas, donde em relação à legitimidade do processo decisório, quer em relação a sua capacidade de ser obedecida, donde em relação a sua eficácia ou eficiência. FALCÃO, Joaquim. **Incerteza judicial: uma tipologia mínima**. [2017]. Trabalho não publicado.

<sup>239</sup> “(...) justificar uma decisão jurídica quer dizer dar razões que mostrem que as decisões em questão garantem a justiça de acordo com o Direito”. ATIENZA, Manuel. **As razões do direito: teorias da argumentação jurídica**. São Paulo: Landy, 2003. p. 173.

<sup>240</sup> O requisito da universalidade, como se sabe, também está implícito na justificação dedutiva. Ele exige que, para justificar uma decisão normativa, se conte pelo menos com uma premissa que seja a expressão de uma norma geral ou de um princípio (a premissa maior do silogismo judicial. Ibid., p. 183).



Evidentemente, quando se justifica uma determinada decisão, *d*, é preciso oferecer razões particulares, A, B, C, a favor da mesma, mas tais razões particulares não são suficientes; é preciso, além disso, um enunciado normativo geral que, ocorrendo as circunstâncias A, B, C, deve-se sempre tomar a decisão *d*<sup>241</sup>.

Também pode ser extraído dos precedentes em estudo que a CVM, por meio das decisões do seu colegiado e conforme os precedentes dos casos Eletrobras e Eneva, alargou o conceito de conflito de interesses, aumentando a sua margem de indeterminação<sup>242</sup>.

Essa modificação ou ampliação da definição normativa do que seja conflito de interesses faz com que as suas decisões careçam de previsibilidade e, em consequência, que os agentes regulados percam a capacidade de antever as consequências jurídicas dos seus atos<sup>243</sup>, notadamente em relação à delimitação do que seja um interesse extrassocial capaz de impedir o voto do acionista.

### 5.3. A adoção do caso Tractebel como paradigma

O art. 115, § 1º, estabelece que o acionista não poderá votar nas deliberações em que tiver interesse conflitante com o da companhia. Entende-se que a previsão contida no § 4º do mesmo dispositivo quanto à anulação da assembleia e ao ressarcimento de prejuízos, no caso de deliberação tomada em decorrência de voto de acionista que tem interesse conflitante com o da companhia, não desqualifica a opção do legislador pelo impedimento de voto estabelecida no § 1º, nem é com ela contraditória<sup>244</sup>.

Não obstante, a Lei 6.404/76 não oferece uma definição do que seja conflito de interesses, cabendo ao administrador (órgão regulador) lícitamente estabelecer a sua interpretação.

Procurou-se demonstrar que ponderações sobre a prevalência de um interesse (extrassocial) sobre o outro (social) não são objetivamente aferíveis. Entende-se, porém, que para a adoção do controle prévio é necessária uma definição precisa do conceito de conflito de

---

<sup>241</sup> ATIENZA, 2003, p. 183.

<sup>242</sup> ÁVILA, 2011.

<sup>243</sup> Id.

<sup>244</sup> Conforme explicado no capítulo 2, a sanção de anulabilidade se aplica a quaisquer das hipóteses de voto vedado do §1º.

interesses<sup>245</sup>.

Conforme explicado por Calixto Salomão Filho, a aplicação coerente de uma regra de conflito “requer uma clara e corajosa definição das hipóteses de conflito”, por meio da identificação de situações que “podem gerar riscos para a sociedade”<sup>246</sup>.

Segue-se a essa proposta que a análise sobre o potencial impedimento de voto do acionista seja deslocada da ótica do conflito entre o interesse social e o interesse extrassocietário, e sua inevitável graduação, para uma ótica de apreciação objetiva das situações em que seja alto o risco de extração de benefícios privados pelo acionista controlador, situações estas que devem ser previamente estipuladas como hipóteses que impedem o exercício do direito de voto.

Assim, à vista do precedente do caso Tractebel e à luz da literatura estrangeira, propõe-se que as hipóteses de impedimento de voto sejam permeadas pelo conceito de *self-dealing*, definido como a situação na qual o acionista controlador está pessoalmente ou por meio de empresa controlada ou coligada<sup>247</sup> no lado oposto de uma transação com a companhia<sup>248</sup>.

Na linha desse entendimento, os casos de conflito de interesses que não estejam abarcados na definição acima proposta devem se submeter à regra do art. 115, *caput*, e a regularidade de voto, em caso de dissenso entre os acionistas, deve ser aferida por meio de um critério de culpa, traduzido por um teste de equidade da transação, relativo a um controle que, nesse caso, deve ser *ex post*<sup>249</sup>.

<sup>245</sup> Em consonância com os objetivos de uma regulação *ex ante*, as condições para o exercício de direitos e as consequências pelo descumprimento de obrigações devem estar previamente estabelecidas.

<sup>246</sup> SALOMÃO FILHO, 2015, p. 63.

<sup>247</sup> Art. 243. § 1º, da Lei 6.404/76. São coligadas as sociedades nas quais a investidora tenha influência significativa. (...) § 4º Considera-se que há influência significativa quando a investidora detém ou exerce o poder de participar nas decisões das políticas financeira ou operacional da investida, sem controlá-la.

<sup>248</sup> Além da definição do conceito de conflito de interesses, para a adoção de um controle *ex ante* que seja efetivo entende-se que é necessária a identificação de matérias sobre transações entre partes relacionadas que segundo um critério de materialidade a ser estabelecido, devem ser remetidas obrigatoriamente para a aprovação por assembleia geral de acionistas.

<sup>249</sup> Também, em razão disso, afigura-se correto sustentar que, embora a lei distinga o voto abusivo do voto conflitante, o abusivo é, igualmente, conflitante com o da companhia – inferência essa prenhe de consequências, pois permite a indistinta aplicação dos §§ 3º e 4º do art. 115 da Lei das S/A a ambas as espécies de voto desviado (...). ADAMEK, **Abuso de minoria em direito societário**: abuso das posições subjetivas minoritárias. Acesso em: 24 set. 2018.

#### 5.4. Arranjo institucional: a revisão das decisões sancionatórias da CVM

Conforme abordado no capítulo 4, no caso Eletrobrás a CVM não determinou cautelarmente o impedimento de voto da União em AGE, mas decidiu aplicar-lhe multa pelo exercício do voto em contrariedade ao disposto no art. 115, § 1º, por meio de processo administrativo sancionador.

A aplicação da multa no caso Eletrobras levanta questões institucionais acerca da função punitiva da CVM sobre três aspectos: o valor da multa; o pagamento da multa pela União; e a revisão das decisões sancionatórias da CVM pelo CRSFN.

A Lei nº 6.385/1976 em seu artigo 11, § 4º, determina que as sanções impostas pela CVM poderão ser objeto de recurso para o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN).

O Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN), também conhecido como “Conselhinho”, criado pelo Decreto nº 91.152/1985, é um órgão integrante da estrutura do Ministério da Fazenda e tem por finalidade o julgamento administrativo, em segunda e última instância, dos recursos interpostos contra as decisões punitivas aplicadas pelos órgãos reguladores do sistema financeiro e do mercado de capitais<sup>250</sup>. Cabe notar que por meio do mencionado recurso, as sanções aplicadas pela CVM podem ser agravadas, atenuadas ou invalidadas pelo CRSFN.

Nos termos do Decreto nº 8.652/2016, que dispõe sobre o CRSFN e dá outras providências, os seus integrantes são indicados pela CVM, Banco Central do Brasil (BACEN), Ministério da Fazenda e por entidades representativas dos mercados financeiro e de capitais, todos designados pelo Ministro da Fazenda.

Note-se que a sua composição é paritária e, de acordo com o seu regimento interno, aprovado pela Portaria MF nº 68, de 26.02.2016, tem oito membros, sendo dois indicados pelo Ministério da Fazenda, um indicado pelo BACEN, um indicado pela CVM e quatro indicados por representantes de instituições privadas. Cabe, porém, ao Presidente do CRSFN, que é indicado pelo Ministério da Fazenda, o voto de qualidade.

---

<sup>250</sup> Além de rever as decisões do BACEN e da CVM, reexamina as decisões proferidas pela Carteira de Comércio Exterior do Banco do Brasil S.A. (CACEX) e pelo Conselho de Controle de Atividades Financeiras – COAF.

Trata-se, pois, de órgão diretamente sujeito à hierarquia do Poder Executivo Central, sem qualquer independência política ou administrativa<sup>251</sup>.

O CRSFN, em que pese o poder que lhe foi conferido quanto à revisão, em grau de recurso, das penalidades aplicadas pela CVM, parece não possuir as correspondentes garantias institucionais (estabilidade dos dirigentes e autonomia administrativa) para o exercício das prerrogativas da CVM, no que tange à sua função quase judicial. A ausência dessas garantias enfraquece a capacidade do exercício de sua função julgadora de forma neutra.

Assim, a decisão que reverteu a multa aplicada à União Federal, pessoa política pública a quem o CRSFN está diretamente subordinado, levanta dúvidas quanto ao atendimento do princípio da impessoalidade. Não se pode deixar de notar, ainda, que o julgamento no caso Eletrobras foi proferido com voto de qualidade do Presidente, não tendo prevalecido, no caso concreto, a organização paritária do órgão.

Além disso, de acordo com pesquisa realizada entre o período de 2004 até 2008, os processos julgados pelo CRSFN originários da CVM representaram um número bastante reduzido se comparados àqueles originários do BACEN, atingindo o seu pico no ano de 2008, quando representaram 33% dos julgados do CRSFN<sup>252</sup>.

Note-se, ainda, que a composição do CRSFN não é exclusivamente de especialistas em mercado de capitais, uma vez que o espectro de sua competência é mais amplo, envolvendo matérias do Sistema Financeiro Nacional de forma mais abrangente.

Assim, a competência alargada do CRSFN, que julga sobre ilícitos tanto do mercado financeiro quanto do mercado de valores mobiliários, abre discussão relativa à “conveniência de decisões originárias de um órgão colegiado e extremamente especializado por outro órgão cuja competência é bastante mais ampla e com volume de trabalho maior na área, sendo que, como demonstrado acima, os processos originários da CVM representam volume muito menor se comparados com os provenientes do BACEN”<sup>253</sup>.

Ou seja, a revisão das decisões sancionatórias da CVM pelo CRSFN coloca em xeque a questão da especialização, tão cara ao desempenho das agências reguladoras. Não por outra razão os diversos setores da economia devem contar com órgãos reguladores próprios<sup>254</sup>.

---

<sup>251</sup> VICTER, 2018.

<sup>252</sup> PRADO *et al.* 2014, p. 113.

<sup>253</sup> Ibid., p. 115.

<sup>254</sup> quanto maior a expertise do regulador, menores são as chances de assimetria de informação em relação ao regulado e menor será a capacidade do regulado de utilizar em seu favor o seu maior conhecimento sobre o setor. Além disso, a *expertise* proporciona uma maior eficiência em relação às decisões tomadas. MARQUES NETO, Floriano de Azevedo. **Agências Reguladoras Independentes**. Belo Horizonte: Forum, 2005. p. 62.

Note-se, por outro lado, que a alteração promovida pela Lei 13.506/2017 no artigo 11 da Lei nº 6.385/1976, para agravar as penalidades que podem ser aplicadas pela CVM, assim como a modificação introduzida pelo art. 34, § 2º, da nova Lei, que instituiu a exclusão do efeito suspensivo automático dos recursos para o CRSFN para as penalidades consideradas graves<sup>255</sup>, trouxeram uma outra perspectiva relativamente à eficácia das decisões sancionatórias aplicadas pela CVM.

A Lei 13.506/2017 estabeleceu que a multa a ser aplicada pela CVM pode ser de até cinquenta milhões de reais, quando ao tempo do caso Eletrobras a multa que poderia ser aplicada era no máximo de quinhentos mil reais. Ou seja, tanto no caso das sociedades de economia mista, como no caso de empresas privadas, a multa que era aplicável pela CVM até o advento da Lei 13.506/2017, pelo seu valor pouco representativo, deixava de estabelecer os incentivos corretos no que tange ao comportamento dos participantes do mercado.

Pode-se dizer que a alteração promovida pela Lei 13.506/2017 ampliou o poder sancionador da CVM, na medida em que, além de prever o agravamento das penalidades que podem ser aplicadas<sup>256</sup>, possibilita o seu cumprimento imediato, anteriormente à sua revisão ou confirmação pelo CRSFN. Desta forma, entende-se que a alteração legislativa em questão foi na linha de dar mais efetividade às sanções aplicadas pela CVM<sup>257</sup>.

Não obstante, entende-se que a atuação do CRSFN deve ser reavaliada, notadamente em relação a sua abrangência. Nessa linha, tal atuação deve se restringir tão somente as decisões emitidas nos processos sancionadores provenientes do mercado financeiro, passando as decisões da CVM a serem definitivas na esfera administrativa, em homenagem a especialidade e especificidade que devem cercar a atuação das agências reguladoras<sup>258</sup>.

---

<sup>255</sup> Em relação as seguintes penalidades foi excluído o efeito suspensivo automático: I. inabilitação temporária para o exercício de cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na CVM (inciso IV); II. suspensão de autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata a Lei do Mercado de Capitais (inciso V); III. inabilitação temporária para o exercício das atividades de que trata a Lei do Mercado de Capitais (inciso VI); IV. proibição temporária de praticar determinadas atividades ou operações para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na CVM (inciso VI); e V. proibição temporária de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários (inciso VIII).

<sup>256</sup> Outra alteração trazida pela norma é o aumento do valor máximo de multa que a CVM poderá aplicar em processos administrativos sancionadores, que passou de R\$ 500 mil para R\$ 50 milhões.

<sup>257</sup> De outra parte, a execução provisória de penalidades como a interdição do exercício de atividade profissional, com possibilidade de que posteriormente seja reformada, vulnera o princípio da presunção de inocência, uma vez que produz efeitos imediatos e de difícil reversão. Nesse sentido, o lapso temporal dos julgamentos do CRSFN, que é extenso, exacerba a situação de cumprimento provisório da penalidade administrativa, tornando, muitas vezes, impossível a reversão dos efeitos da decisão reformada ou anulada e o retorno da situação do acusado ao *status quo ante*. Sobre a extensão do lapso temporal das decisões do CRSFN, v. PRADO *et al.*, 2014, p. 129-130.

<sup>258</sup> VICTER, 2018.

No que tange as sociedades de economia mista controladas pela União, resta a questão relativa à penalidade de multa aplicada pela CVM, uma vez que o acionista controlador, ao fim e ao cabo, paga a penalidade em benefício dele mesmo, na condição de titular dos recursos orçamentários, havendo tão somente uma troca de registro contábil<sup>259</sup>.

Conclui-se, assim, que o exercício do voto de um acionista em conflito de interesses, em dissonância com os precedentes da CVM, pode, a partir da edição da Lei 13.506/2017, ser desencorajado por pesadas multas e outras penalidades que podem ser executadas de imediato, nas quais podem incorrer acionistas controladores e os administradores. Este efeito, porém, pode não ser tão significativo no que tange as sociedades de economia mista controladas pela União, na medida em que o destinatário da multa é o próprio sujeito que nela incorre, resultando em um paradoxo.

Assim, em se tratando de multa inexecutável pela confusão patrimonial, entende-se que as regras para quando o acionista controlador for a União poderiam ser diferenciadas, prevendo um outro tipo de penalidade, que não fosse de natureza pecuniária. Ou mesmo chega-se a conclusão que as sociedades de economia mista controladas pela União nunca estarão sujeitas aos mesmos constrangimentos legais do que as demais companhias abertas.

---

<sup>259</sup> O pagamento da multa aplicada pela CVM é feito por meio de Guia de Recolhimento da União (GRU), para ingresso dos recursos na conta única da União, cujos valores são arrecadados ao Tesouro Nacional.

## 6. CONCLUSÃO

Pode-se afirmar que a Lei nº 6.404/1976 autoriza o controle *ex ante* das transações que envolvem conflito de interesses, conforme previsto no art. 115, § 1º. Não obstante, também pode ser dito que esse mesmo dispositivo prevê o controle *ex post*, em seu § 4º, por meio da previsão de que “a deliberação tomada em decorrência do voto do acionista que tem interesse conflitante com o da companhia é anulável” e que “o acionista responderá pelos danos causados e será obrigado a transferir para a companhia as vantagens que tiver auferido”.

Entende-se que a previsão de controle *ex post* no § 4º do art. 115 não desqualifica a opção do legislador pelo impedimento de voto em caso de conflito de interesses, conforme estabelece o § 1º do mesmo dispositivo, nem é com ela contraditória, sendo necessária, porém, a prévia definição das situações de impedimento de voto, as quais não encerram todas as hipóteses de conflito de interesses.

Como resultado dessa aparente contradição entre os dispositivos acima citados, a literatura nacional, por meio de uma interpretação sistemática da Lei 6.404/1976, preceitua, quase de forma unânime, que esse diploma legal determina o controle *ex post* no que tange à hipótese residual de conflito de interesses, enquanto que o órgão regulador do mercado de capitais, por meio de interpretação, dita literal, da lei, entende que o controle deve ser feito *a priori*, filiando-se, nos termos do voto proferido no caso Tractebel, à corrente que se denominou na doutrina brasileira de formalista.

Conforme interpretação estabelecida pela CVM desde o caso Tractebel, o acionista não poderá votar nas deliberações em que tiver interesse conflitante com o da companhia, definido nesse precedente como a situação na qual o acionista controlador está direta ou indiretamente no lado oposto de uma transação com a companhia.

O órgão regulador, porém, em julgados posteriores – casos Eletrobras e Eneva –, afastou-se dos balizamentos estabelecidos no caso Tractebel, uma vez que, nesses casos posteriores, não se observa a contraposição de interesses entre acionista e companhia, que marcou aquele precedente.

O caso Eletrobras, que foi objeto de ampla difusão na imprensa, respondeu ao clamor da opinião pública pela condenação da União, devido aos prejuízos causados em razão da MP 579. O Caso Eneva, decidido no mesmo ano que o caso Eletrobras, não foi objeto de ampla cobertura pela imprensa. Não obstante, ocorreu em um contexto em que o órgão regulador era questionado publicamente acerca de uma suposta omissão no exercício de sua função

fiscalizatória.

Em comum aos dois casos, podemos apontar a mudança do ambiente social no que diz respeito à exigência pela opinião pública de uma atuação mais efetiva da CVM e das demais instituições do Estado.

A ampliação da cobertura empírica das hipóteses de impedimento de voto nesses dois casos, as quais abarcam situações em que seja constatada a existência de um interesse extrassocial do acionista, caracterizado nos votos narrados no presente trabalho como “interesse secundário”, “interesse externo” ou “interesse paralelo”, gera insegurança jurídica na medida em que haveria uma infinidade de situações que não poderiam ser previstas, mas que poderiam ser caracterizadas como potencialmente conflitivas pela CVM, sendo contraditória em si com uma regulação *ex ante* que tem por objetivo a estabilidade das relações jurídicas.

Entende-se que, ainda que imbuída de um fim legítimo no âmbito do mercado de capitais, traduzido pela proteção do interesse dos acionistas minoritários, a CVM não pode deixar de lado a função estabilizadora exercida pelos seus precedentes.

Assim, a fim de eliminar a instabilidade gerada pela indeterminação do conceito de conflito de interesses, entende-se que os interesses extrassociais que sejam suficientes para determinar o impedimento de voto do acionista controlador, devem ser aqueles que se materializam por meio de uma relação jurídica que coloque uma mesma pessoa, com capacidade de influenciar o processo decisório da companhia, em posição jurídica contraposta, direta ou indiretamente.

Segue-se a essa proposta que a análise sobre o potencial impedimento de voto do acionista seja deslocada da ótica do conflito entre o interesse social e o interesse extrassocietário, com sua inevitável graduação, para uma ótica de apreciação objetiva das situações em que seja alto o risco de extração de benefícios privados pelo acionista controlador, as quais devem ser previamente estipuladas como hipóteses que impedem o exercício do direito de voto. Note-se que a regra de impedimento de voto não deve ser aplicável aos que contemplam a condição de acionista minoritário.

Desta forma, propõe-se que as decisões da CVM que determinam o impedimento do voto do acionista sejam permeadas pelo conceito de *self-dealing*, definido como situação na qual o acionista controlador está pessoalmente ou por meio de empresa controlada ou coligada no lado oposto de uma transação com a companhia<sup>260</sup>.

---

<sup>260</sup> CONAC, **Constraining Dominant Shareholders’ Self-dealing**: the legal framework in France, Germany and Italy [article], Acesso em: 04 set. 2018.



Os casos de conflito de interesses que não estejam abarcados na definição acima proposta devem se submeter à regra do art. 115, *caput*, e a regularidade de voto, em caso de dissenso entre os acionistas, deve ser aferida por meio de um critério de culpa, traduzido por um teste de equidade da transação, relativo a um controle que, nesse caso, deve ser *ex post*.

## 7. REFERÊNCIAS

A CVM e as estatais. **Estadão**, São Paulo, 09 mar. 2015. Opinião. Disponível em: <<https://opinioao.estadao.com.br/noticias/geral,a-cvm-e-as-estatais-imp-,1646986>>. Acesso em: 25 ago 2018.

ACIONISTAS minoritários pedem que o MPF investigue Luma e Eike Batista. **Folha de S. Paulo**, São Paulo, 05 mai. 2015. Mercado. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2015/06/1638371-minoritarios-pedem-ao-mpf-investigar-luma-e-eike.shtml>>. Acesso em: 29 ago. 2018.

ACIONISTAS pedem que MPF investigue Luma de Oliveira por uso de informação privilegiada. **VEJA**, São Paulo, 05 jun. 2015. Economia. Disponível em: <<https://veja.abril.com.br/economia/acionistas-pedem-que-mpf-investigue-luma-de-oliveira-por-uso-de-informacao-privilegiada/>>. Acesso em: 29 ago. 2018.

AÇÕES da Eletrobrás ampliam perdas e caem mais 7% na BOVESPA. **Folha de S. Paulo**, São Paulo, 19 nov. 2012. Mercado. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2012/11/1187661-acoes-da-elektrobras-ampliam-perdas-e-caem-mais-de-7-na-bovespa.shtml>>. Acesso em: 25 ago. 2018.

AÇÕES mais negociadas da Eletrobrás caem quase 70% no ano. **Folha de S. Paulo**, São Paulo, 21 nov. 2012. Mercado. Disponível em: <[www1.folha.uol.com.br/mercado/1188772-acoes-mais-negociadas-da-elektrobras-caem-quase-70-no-ano.shtml](http://www1.folha.uol.com.br/mercado/1188772-acoes-mais-negociadas-da-elektrobras-caem-quase-70-no-ano.shtml)>. Acesso em: 25 ago. 2018.

ADAMEK, Marcelo Von. **Abuso de minoria em direito societário**: abuso das posições subjetivas minoritárias. Tese (Doutorado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2010. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-02082011-142051/en.php>>. Acesso em: 24 set. 2018.

AMEC. **Carta/AMEC/Presi n 07/2015**. São Paulo, 27 jul. 2015. Disponível em: <[www.amecbrasil.org.br/wp-content/uploads/2015/07/CARTA\\_PRESI\\_AMEC\\_07\\_Decisao\\_CVM\\_Estatais\\_Assinada.pdf](http://www.amecbrasil.org.br/wp-content/uploads/2015/07/CARTA_PRESI_AMEC_07_Decisao_CVM_Estatais_Assinada.pdf)>. Acesso em: 24 ago. 2018.

\_\_\_\_\_. **Caso Eletrobrás**: CVM vê conflito e abre processo sancionador. Amec pede rejeição do termo de compromisso. 28 mar. 2014. Disponível em: <<https://www.amecbrasil.org.br/caso-elektrobras-cvm-ve-conflito-e-abre-processo-sancionador-amec-pede-rejeicao-de-termo-de-compromisso/>>. Acesso em: 18 ago. 2018.

\_\_\_\_\_. **Esclarecimento sobre nota publicada na revista exame.** Últimas notícias. 19 abr. 2013. Disponível em: <<https://www.amecbrasil.org.br/esclarecimento-sobre-nota-publicada-na-revista-exame/>>. Acesso em: 28 ago. 2018.

\_\_\_\_\_. **Retrocesso nas estatais.** Opinião AMEC. 11 jul. 2017. Disponível em: <<https://www.amecbrasil.org.br/retrocesso-nas-estatais/>>. Acesso em: 24 ago. 2018.

ARAGÃO, Paulo Cezar. Apontamentos sobre Desvios no Exercício do Direito de Voto: Abuso de Direito, Benefício Particular e Conflito de Interesses. In: CASTRO, Rodrigo Monteiro de. **Direito Empresarial e Outros Estudos de Direito em Homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro.** São Paulo: Quartier Latin, 2013.

ARGUELHES, Diego Werneck et al. Jurisdição, Incerteza e Estado de Direito. **Revista de Direito Administrativo**, Rio de Janeiro, v. 243, p. 79-112, jan. 2006.

ARMOUR, John; HANSMAMM, Henry; KRAAKMAN, Renier. Agency problems and legal strategies. In: KRAAKMAN, Reinier et al. **The Anatomy of Corporate Law: a comparative and functional approach.** 3ª ed. Oxford University Press, 2017.

ATANASOV et al. Law and Tunneling [article]. **Journal of Corporation Law.** Issue 1, 1, 2011. Disponível em: <<https://heinonline-org.sbproxy.fgv.br/HOL/LuceneSearch?terms=Law+and+Tunneling&collection=all&searchtype=advanced&typea=text&tabfrom=&submit=Go&all=true>>. Acesso em: 05 ago. 2018.

ATIENZA, Manuel. **As razões do direito:** teorias da argumentação jurídica. São Paulo: Landy, 2003.

ÁVILA, Humberto. **Segurança Jurídica:** entre a permanência, mudança e realização no direito tributário. São Paulo: Malheiros, 2011.

BINENBOJM, Gustavo. **Uma teoria do direito administrativo:** direitos fundamentais, democracia e constitucionalização. Rio de Janeiro: Renovar, 2006.

BITENCOURT, Rafael; BORGES, André. Acionista vê politização na Eletrobras. **Valor Econômico**, Rio de Janeiro, 04 dez. 2012. Empresas. Disponível em: <<https://www.valor.com.br/empresas/2927144/acionista-ve-politizacao-na-eletobras>>. Acesso em: 25 ago. 2018.

BITENCOURT, Rafael; BORGES, André. Eletrobras: acionistas querem impedir União de decidir sobre concessão. **Valor Econômico**, Rio de Janeiro, 03 dez. 2012. Empresas. Disponível em: <<https://www.valor.com.br/empresas/2926012/eletrobras-acionistas-querem-impedir-uniao-de-decidir-sobre-concessao>>. Acesso em: 25 ago. 2018.

BLACK, Bernard S. Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets, the [article]. **UCLA Law Reviv.** Issue 4, 781, 2000. Disponível em: <[https://heinonline-org.sbproxy.fgv.br/HOL/Page?handle=hein.journals/uclalr48&div=29&start\\_page=781&collection=journals&set\\_as\\_cursor=0&men\\_tab=srchresults](https://heinonline-org.sbproxy.fgv.br/HOL/Page?handle=hein.journals/uclalr48&div=29&start_page=781&collection=journals&set_as_cursor=0&men_tab=srchresults)>. Acesso em: 11 jun. 2018.

BORTOLOZI, Tatiane. Ações da Eletrobras abrem pregão em baixa. **Valor Econômico**, Rio de Janeiro, 16 nov. 2012. Empresas. Disponível em: <<https://www.valor.com.br/empresas/2906284/acoes-da-eletobras-abrem-pregao-em-baixa>>. Acesso em: 25 ago. 2018.

\_\_\_\_\_. Ações da Eletrobras caem 11,63% na bolsa. **Valor Econômico**, Rio de Janeiro, 16 nov. 2012. Empresas. Disponível em: <<https://www.valor.com.br/empresas/2906428/acoes-da-eletobras-caem-1163-na-bolsa>>. Acesso em: 25 ago. 2018.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Audiência Pública. **Audiência Pública SDM 01/2014**. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/audiencias\\_publicas/ap\\_sdm/2014/sdm0114.html](http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2014/sdm0114.html)>. Acesso em: 29 ago. 2018.

\_\_\_\_\_. Comissão de Valores Mobiliários. **CVM julga cinco processos sancionadores**. Rio de Janeiro, 18 mar. 2015. Notícias. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2015/20150318-2.html>>. Acesso em 26 ago. 2018.

\_\_\_\_\_. Comissão de Valores Mobiliários. Decisão do Colegiado. **Inquérito Administrativo n° RJ 2001/4977**. Rio de Janeiro, 19 de dezembro de 2001. Disponível em: <[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)>. Acesso em: 31 jan. 2018.

\_\_\_\_\_. Comissão de Valores Mobiliários. Decisão do Colegiado. **Inquérito Administrativo CVM n° RJ 2002/1153**. Rio de Janeiro, 06 de novembro de 2002. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2002/20021106\\_PAS\\_RJ20021153.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2002/20021106_PAS_RJ20021153.pdf)>. Acesso em: 15 mai. 2018.

\_\_\_\_\_. Comissão de Valores Mobiliários. Decisão do Colegiado. **Proc. SEI 19957.003622/2017-75**. Rio de Janeiro, 13 mar. 2018. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/decisoes/2018/20180313\\_R1/20180313\\_D0906.html](http://www.cvm.gov.br/decisoes/2018/20180313_R1/20180313_D0906.html)>. Acesso em: 29 ago. 2018.

\_\_\_\_\_. Comissão de Valores Mobiliários. Decisão do Colegiado. **Processo Administrativo Sancionador CVM n° RJ2014/10556**. Rio de Janeiro, 24 de outubro de 2017. Disponível em: <[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)>. Acesso em: 31 jan. 2018.

\_\_\_\_\_. Comissão de Valores Mobiliários. Decisão do Colegiado. **Processo CVM n° RJ 2009/1379**. Rio de Janeiro, 9 de setembro de 2010. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/decisoes/2010/20100909\\_R1/20100909\\_D09.html](http://www.cvm.gov.br/decisoes/2010/20100909_R1/20100909_D09.html)>. Acesso em: 23 mar. 2018.

\_\_\_\_\_. Comissão de Valores Mobiliários. Decisão do Colegiado. **Processo CVM n° RJ 2004/5494**. Rio de Janeiro, 14 de dezembro de 2004. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/decisoes/2004/20041216\\_R1.html](http://www.cvm.gov.br/decisoes/2004/20041216_R1.html)>. Acesso em : 20 mar. 2018.

\_\_\_\_\_. Comissão de Valores Mobiliários. Decisão do Colegiado. **Processo CVM nº RJ 2013/6635**. Rio de Janeiro, 26 de maio de 2015. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2015/20150526\\_PAS\\_RJ20136635.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2015/20150526_PAS_RJ20136635.pdf)>. Acesso em: 04 abr. 2018.

\_\_\_\_\_. Comissão de Valores Mobiliários. Decisão do Colegiado. **Processo CVM nº RJ 2015/5021**. Rio de Janeiro, 25 de agosto de 2015. Disponível em: <[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)>. Acesso em: 28 mar. 2018.

\_\_\_\_\_. Comissão de Valores Mobiliários. Decisão do Colegiado. **Processo CVM nº RJ 19957.005749/2017-29**. Rio de Janeiro, 14 jul. 2017.

\_\_\_\_\_. Comissão de Valores Mobiliários. **Parecer de Orientação CVM nº 34, de 18 de agosto de 2006**. Disponível em: <[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)>. Acesso em: 30 out. 2018.

\_\_\_\_\_. Comissão de Valores Mobiliários. **Parecer de Orientação CVM nº 35, de 1 de setembro de 2008**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare035.html>>. Acesso em: 21 mar. 2018.

\_\_\_\_\_. Comissão de Valores Mobiliários. **PAS CVM nº RJ 2013/6635**. Rio de Janeiro, 21 jun. 2013.

\_\_\_\_\_. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM n RJ2013/10909**. Extrato de Sessão de Julgamento. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2015/20150318\\_PAS\\_RJ201310909.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2015/20150318_PAS_RJ201310909.pdf)>. Acesso em: 29 ago. 2018.

\_\_\_\_\_. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo CVM nº RJ 2009/5811**, Rio de Janeiro, 28 jul. 2009. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisooes/anexos/0006/6594-0.pdf>>. Acesso em: 02 nov. 2018.

\_\_\_\_\_. Comissão de Valores Mobiliários. **Punidos controladores de sociedades de economia mista**. Rio de Janeiro, 26 mai. 2015. Notícias. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2015/20150526-1.html>>. Acesso em: 25 ago. 2018.

\_\_\_\_\_. Comissão de Valores Mobiliários. **Relatório nº 71/2017 – CVM/SEP/GEA-3**. Disponível em: <[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)>. Acesso em: 22 jan. 2018.

\_\_\_\_\_. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. Decisão do Colegiado. Distrito Federal, 21 de janeiro de 2004. **DOU de 15.04.2004**. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/crsfn/download.asp?arquivo=ACÓRDÃO-CRSFN-4690-04.doc>>. Acesso em: 16 mar. 2018.

\_\_\_\_\_. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. Decisão do Colegiado. Distrito Federal, 21 de janeiro de 2004. **DOU de 15.04.2004**. Disponível em:

<<http://www.bcb.gov.br/crsfn/download.asp?arquivo=ACÓRDÃO-CRSFN-4706-04.doc>>. Acesso em: 16 mar. 2018.

\_\_\_\_\_. CRSFN. **Recurso nº 14.306. Processo nº 10372.000246/2016-82**. Disponível em: <[https://edisdisciplinas.usp.br/pluginfile.php/4127982/mod\\_resource/content/1/Caso%20Eletror%C3%A1s.pdf](https://edisdisciplinas.usp.br/pluginfile.php/4127982/mod_resource/content/1/Caso%20Eletror%C3%A1s.pdf)>. Acesso em: 25 jan. 2017.

\_\_\_\_\_. Justiça Federal Seção Judiciária do Rio de Janeiro 30ª vara cível. **Ação pelo rito ordinário 0032719-12.2013.4.02.5101 (2013.51.01.032719-1)**. Rio de Janeiro, 11 mai. 2015.

\_\_\_\_\_. Ministério das Minas e Energia. Centrais Elétricas Brasileiras S.A.-ELETROBRAS **Editai de convocação 160ª assembleia geral extraordinária**. Rio de Janeiro, RJ, 14 nov. 2012. Disponível em: <[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)>. Acesso em: 18 out. 2018.

\_\_\_\_\_. Senado Federal. **CMLRE, ATN nº 3, 2015** – Responsabilidade das Estatais. Disponível em: <<http://legis.senado.leg.br/comissoes/mnas?codcol=1929&tp=3>>. Acesso em: 24 ago. 2018.

BRITO, Agnaldo. FREITAS, Tatiana. Renovar concessão causaria perda de R\$ 8 bi, estimam SP, MG, PR e SC. **Folha de S. Paulo**, São Paulo, 06 dez. 2012. Mercado. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2012/12/1196730-renovar-concessao-causaria-perda-de-r-8-bi-estimam-sp-mg-pr-e-sc.shtml>; Folha de São Paulo, 21.11.2012>. Acesso em: 18 ago. 2018.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. v. II. 4ª ed. São Paulo: Saraiva, 2008.

CASTRO, José Roberto. Quais os argumentos de quem vê exagero nas críticas à Nova Matriz Econômica. **Nexos**, 04 out. 2017. Disponível em: <<https://www.nexojournal.com.br/expresso/2017/10/04/Quais-os-argumentos-de-quem-v%C3%AA-exagero-na-cr%C3%ADtica-%C3%A0-%E2%80%98Nova-Matriz-Econ%C3%B4mica%E2%80%99>>. Acesso em: 18 out. 2018.

COLLET, Luciana; OLIVEIRA, EULINA. E.ON formaliza compra de mais 24,5% da MPX. **Estado de S. Paulo**, São Paulo, 28 mar. 2018. Disponível em: <<https://economia.estadao.com.br/noticias/negocios,e-n-formaliza-compra-de-mais-24-5-da-mpx,148902e>>. Acesso em: 28 ago. 2018.

COMPARATO, Fabio Konder. **Direito Empresarial**. São Paulo: Saraiva, 1990.

\_\_\_\_\_. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. Rio de Janeiro: Forense, 2008.

CONAC, Pierre-Henri et al. Constraining Dominant Shareholders' Self-dealing: the legal framework in France, Germany and Italy [article]. **European Company and Financial Law Review**. Issue 4, 491, 2007. Disponível em: <<file:///D:/Users/RBMV/Downloads/PierreHenriConacLucaEnriq.pdf>>. Acesso em: 04 set. 2018.

Conselhinho tem mantido decisões da CVM aponta estudo. **Valor Econômico**, Rio de Janeiro, 07 jul. 2017. Disponível em: <<https://www.valor.com.br/financas/5029786/conselhinho-tem-mantido-decisoes-da-cvm-aponta-estudo>>. Acesso em: 24 ago. 2018.

CRISE no grupo X gera críticas sobre a atuação da ANP e da CVM. **Estado de S. Paulo**, São Paulo, 21 jul. 2013. Disponível em: <<http://www.corporategovernance.com.br/estadao2.pdf>>. Acesso em: DIA MÊS. ANO.

CROSS, Frank B. Law and Economic Growth. [article]. **Texas Law Review**. v. 80, Issue 7 (June 2002), pp. 1737-1776. Disponível em: <<https://heinonline-org.sbproxy.fgv.br/HOL/LuceneSearch?terms=law+and+economic+growth&collection=all&searchtype=advanced&typea=text&tabfrom=&submit=Go&all=true>>. Acesso em: 20 jun. 2018.

DJANKOV, S. et al. The Law and economics of self-dealing. **Journal of Financial Economics**, nº 88, 2008. Disponível em: <<https://dash.harvard.edu/bitstream/handle/1/2907526/selfdeal.may17.jfe.pdf>>. Acesso em: 26 fev. 2018.

DURÃO, Mariana. CVM marca 5 julgamentos de empresas do grupo X para dia 18. **Revista Exame**, 04 mar. 2015. Negócios. Disponível em: <<https://exame.abril.com.br/negocios/cvm-marca-5-julgamentos-de-empresas-do-grupo-x-para-dia-18/>>. Acesso em: 29 ago. 2018.

\_\_\_\_\_. CVM nega pedido e mantém assembleia da Eletrobras. **Estadão**, São Paulo, 01 dez. 2012. Economia e Negócios. Disponível em: <<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,cvm-nega-pedido-e-mantem-assembleia-da-eletobras,136619e>>. Acesso em: 25 ago. 2018.

\_\_\_\_\_. CVM: crise no grupo X deixará lições para investidores. **Hoje em dia**, 27 ago. 2013. Disponível em: <[www.hojeemdia.com.br/primeiro-plano/economia/cvm-crise-do-grupo-x-de-eike-batista-deixara-licoes-para-investidores-1.192046](http://www.hojeemdia.com.br/primeiro-plano/economia/cvm-crise-do-grupo-x-de-eike-batista-deixara-licoes-para-investidores-1.192046)>. Acesso em: 28 ago. 2018.

DWORKIN, Ronald M. Is wealth a Value?. **The Journal of Legal Studies**, v. 9, nº 2, Change in the Common Law: Legal and Economic Perspectives (Mar., 1980), pp. 191-226. Published by: The University of Chicago Press Stable. Disponível em: <<https://www-jstor-org.sbproxy.fgv.br/stable/pdf/724129.pdf?refreqid=excelsior:e1f95770c2fd5aad61aff81a1bf75e0>>. Acesso em: 23 mar. 2018.

DYCK, Alexander et al. The Corporate Governance Role of the Media: Evidence from Russia. **The Journal of Finance**. v. LXIII, nº 3. June 2008. Disponível em: <[http://www-2.rotman.utoronto.ca/facbios/file/dyck\\_volchkova\\_zingales.pdf](http://www-2.rotman.utoronto.ca/facbios/file/dyck_volchkova_zingales.pdf)>. Acesso em: 15 ago. 2018.

\_\_\_\_\_; ZINGALES, Luigi. Private Benefits of Control: An International Comparison. **The Journal of Finance** 2, 537, 2004. Disponível em: <<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1111/j.1540-6261.2004.00642.x>>. Acesso em: 13 ago. 2018.

EASTERBROOK, Frank H; FISCHER, Daniel R. The Corporate Contract, 1989. (89 Columbia Law Review, 1.416). **Columbia Law Review**, v. 89, nº 7, Contractual Freedom in Corporate Law (Nov., 1989), pp. 1416-1448. Disponível em: <<https://www-jstor-org.sbproxy.fgv.br/stable/pdf/1122807.pdf?refreqid=excelsior%3A909ed676e79d5c27ee6d7776ee4dc074>>. Acesso em: 05 jun. 2018.

EIKE vende mais 24,5% da MPX para a alemã E.ON. **O Globo**, Portal G1, 28 mar. 2013. Negócios. Disponível em: <<http://g1.globo.com/economia/negocios/noticia/2013/03/eike-vende-mais-245-da-mpx-para-alema-e.html>>. Acesso em: 28 ago. 2018.

EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S.A. Comentada**. v. I. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

ELETROBRAS cai 15% na Bolsa, maior baixa em 15 anos, com cautela sobre concessões. **Folha de S. Paulo**, São Paulo, 19 nov. 2012. Mercado. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2012/11/1187858-elektrobras-cai-15-na-bolsa-a-maior-baixa-em-15-anos-com-cautela-sobre-concessoes.shtml>>. Acesso em: 25 ago. 2018.

ENRIQUES, Luca et al. Related party-transactions. In: KRAAKMAN, Reinier et al. **The Anatomy of Corporate Law: a comparative and functional approach**. 3ª ed. Oxford University Press, 2017.

FALCÃO, Joaquim. **A ambição do Supremo e o plano real**. 2017. Disponível em: <<http://iepecdg.com.br/wp-content/uploads/2017/02/O-Supremo-e-Plano-Real.-12.24.04.2017.pdf>>. Acesso em: 18 abr. 2018.

\_\_\_\_\_. **Agências Reguladoras têm de evitar a judicialização de demandas**. Consultor Jurídico (Conjur), 25 maio 2008. Disponível em: <[www.conjur.com.br/2008-mai-25/agencias\\_evitar\\_judicializacao\\_demandas](http://www.conjur.com.br/2008-mai-25/agencias_evitar_judicializacao_demandas)>.

FARRAR, John H; WATSON, Susan. **Self-Dealing, Fair Dealing and Related Party Transactions** – History, Policy and Reform [article]. Journal of Corporate Law Studies. Issue 2, 495, 2011. Disponível em: <[https://heinonline-org.sbproxy.fgv.br/HOL/Page?handle=hein.journals/corplstd11&div=19&start\\_page=495&collection=journals&set\\_as\\_cursor=0&men\\_tab=srchresults](https://heinonline-org.sbproxy.fgv.br/HOL/Page?handle=hein.journals/corplstd11&div=19&start_page=495&collection=journals&set_as_cursor=0&men_tab=srchresults)>. Acesso em: 19 jul. 2018.

FERREIRA, Pedro Cavalcanti; FRAGELLI, Renato. Devolvendo os ganhos de renda. **Valor Econômico**, 20 mai. 2015. Disponível em: <<http://www.fgv.br/professor/epge/ferreira/FerreiraFragelliMaio2015.pdf>>. Acesso em: 18 out. 2018.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **A disciplina do conflito de interesses na lei de sociedades comerciais uruguaia e na lei de sociedades por ações brasileira: uma comparação**. Disponível em: <<http://revistadoatribunais.com.br.sbproxy.fgv.br/maf/app/resultList/document?&src=rl&srguid=i0ad6adc5000001633b8703e78e0a449a&docguid=I6f0783803c0311e5bc14010000000000&hitguid=I6f0783803c0311e5bc14010000000000&spos=1&epos=1&td=1&context=35&crumb-action=append&crumb->>



label=Documento&isDocFG=false&isFromMultiSumm=&startChunk=1&endChunk=1>.  
Acesso em: 06 mai. 2018.

\_\_\_\_\_. Ainda o conceito de benefício particular: anotações ao julgamento do processo CVM N. RJ-2009/5.811. **Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro**. v. 149/150. São Paulo: Malheiros, 2008.

\_\_\_\_\_. **Conflito de Interesse nas Assembléias de S.A.** São Paulo: Malheiros, 1993.

\_\_\_\_\_. Conflito de interesses e benefício particular: uma distinção que se impõe definitivamente dirimir. In: **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. Malheiros: São Paulo. v. 161-162, p. 38-46, jan. 2012.

\_\_\_\_\_. Conflito de interesses: formal ou substancial? Nova decisão da CVM sobre a questão. **Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro**. v. 128. São Paulo: Malheiros, 2002.

\_\_\_\_\_. **Invalidade das deliberações de assembleia das S/A: e outros escritos sobre o tema da invalidade das deliberações sociais**. 2 ed. São Paulo: Malheiros, 2017.

FRANCO, Julia; ACCIOLY, João C. de Andrade. Errado por linhas retas: absolvição da União pelo conselho no caso Eletrobrás deixa ao menos uma lição. **Capital Aberto**, 5 ago. 2017. Disponível em: <<https://capitalaberto.com.br/temas/legislacao-e-regulamentacao/errado-por-linhas-retas/#.W37bLs5Kj4Y>>. Acesso em: 25 ago.2018.

FRAZÃO, Ana. **Divulgação da Remuneração de Administradores de Companhias Abertas**: a recente decisão do TRF-2ª Região e a questão da transparência do mercado de capitais. Disponível em: <<https://www.jota.info/opiniao-e-analise/columnas/constituicao-empresa-e-mercado/remuneracao-companhias-abertas-30052018>>. Acesso em: 08 ago. 2018.

GALGANO, Francesco. *La Società per Azioni*. v. 7, Trattato di Diritto Commerciale e di Diritto Pubblico dell' Economia. Padua: CEDAM, 1984.

GASPAR, Malu. **Tudo ou Nada**. 5ª ed. Rio de Janeiro/São Paulo: editora Record, 2015.

GILSON, Ronald J.; GORDON, Jeffrey N. **The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights**, 113 Colum. L. rev. 863 (2013). Disponível em: <[https://law.duke.edu/sites/default/files/centers/gfmc/session\\_3/1\\_gilson\\_and\\_gordon-agency\\_costs\\_of\\_agency\\_capitalism-2013.pdf](https://law.duke.edu/sites/default/files/centers/gfmc/session_3/1_gilson_and_gordon-agency_costs_of_agency_capitalism-2013.pdf)>. Acesso em: 22 out. 2018.

GORGA, Érica. **Direito Societário Atual**. São Paulo: Elsevier, 2013.

GOSHEN, Zohar; HANNES, Sharon. **The death of corporate law**. European Corporate Governance Institute (ECGI). Law working paper n 402/2018, Columbia Law and Economics Working Paper, 2018. Disponível em: <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3171023](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3171023)>. Acesso em: 14 out. 2018.

\_\_\_\_\_. The Efficiency of Controlling Corporate Self-Dealing: Theory Meets Reality. **California Law Review**. 2, 393, 2003. Disponível em: <[www.jstor.org/stable/3481335](http://www.jstor.org/stable/3481335)>. Acesso em: 19 jul. 2018.

GUERRA, Sérgio. **Discrecionalidade, regulação e reflexividade**: uma nova teoria sobre as escolhas administrativas. 3ª ed. Belo Horizonte: Fórum, 2015.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Conflitos de Interesse entre Sociedades Controladora e entre Coligadas, no Exercício de voto em Assembléias Gerais e reuniões sociais. In: **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo, ano 22, nº 51, p. 29-32, jul/set, 1983.

LA PORTA, Rafael et al. Law and Finance. **The Journal of Political Economy**. v. 106, Issue 6. Dec, 1998. Disponível em: <<https://www-jstor-org.sbxproxy.fgv.br/stable/pdf/10.1086/250042.pdf?refreqid=excelsior%3A9c387756b08200e17a6d1c95fbeb586a>>. Acesso em: 05 jun. 2018.

LAMY FILHO, Alfredo. **Temas de S.A.**: exposições e pareceres. Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

LANDIM, Raquel. Minoritários da OGX processam Pedro Malan por negligência. **Folha de S. Paulo**, São Paulo, 22 jan. 2014. Mercado. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/fsp/mercado/148755-minoritarios-da-ogx-processam-pedro-malan-por-negligencia.shtml>>. Acesso em: 28 ago. 2018.

LEÃES, Luis Gastão Paes de Barros. “Conflito de Interesses”, parecer, em Estudos e Pareceres sobre as sociedades anônimas. São Paulo: RT, 1989. *apud*, FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Conflito de Interesse nas Assembléias de S.A.** São Paulo: Malheiros, 1993.

LEITÃO, Miriam. CVM fecha o cerco contra abuso em estatais. **O Globo**, Rio de Janeiro, 05 jun. 2015. Disponível em: <<http://oglobo.globo.com/busca/click?q=eletrobras+e+minoritarios&p=24&r=1534292624880&u=http%3A%2F%2Fblogs.oglobo.globo.com%2Fmiriam-leitao%2Fpost%2Fcvm-fecha-cerco-contra-abusos-em-estatais-566090.html&t=informacional&d=false&f=false&ss=&o=&cat=&key=e0045b3a78f5924e86264fe6df0cc803>>. Acesso em: 25 ago 2018.

LINHA do tempo: entenda a crise que culminou no impeachment. **O Globo**, 30 ago. 2016. Disponível em: <<https://oglobo.globo.com/brasil/linha-do-tempo-entenda-crise-que-culminou-no-impeachment-20015867>>. Acesso em: 24 out. 2018.

LOUREIRO, Marcelo. CVM tem a chance de criar precedente, ao julgar voto da União. **O Globo**, Rio de Janeiro, 25 jun. 2016. Disponível em: <<https://blogs.oglobo.globo.com/miriam-leitao/post/cvm-tem-chance-de-criar-precedente-ao-julgar-voto-da-uniao-567326.html>>. Acesso em: 25 ago 2018.

LUNA, Denise. Eike conclui venda de 24,5% de sua empresa MPX para a alemã E.ON. **Folha de S. Paulo**, São Paulo, 29 mai. 2013. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2013/05/1287124-eike-conclui-venda-de-245-de-sua-empresa-mpx-para-a-alema-eon.shtml>> Acesso em: 28 ago. 2018.

\_\_\_\_\_; SCHREIER, Mariana. Decisão da Eletrobrás de renovar concessão irrita acionistas. **Folha de S. Paulo**, São Paulo, 15 nov. 2012. Mercado. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2012/11/1185859-decisao-da-elektrobras-de-renovar-concessoes-irrita-acionistas.shtml>>. Acesso em: 25 ago. 2018.

MACHADO, Juliana; ROCHA, Rodrigo. Ações do grupo X derretem desde 2012. **Valor Econômico**, Rio de Janeiro, 30 jul. 2017. Empresas. Disponível em: <<https://www.valor.com.br/empresas/4852166/acoes-do-grupo-x-derretem-desde-2012>>. Acesso em: 28 ago. 2018.

MACHADO, Tainara; MARTINS, Arícia. Recessão se aprofunda e PIB do segundo tri pode ser o pior do ano. **Valor Econômico**, São Paulo, 29 mai. 2015. Disponível em: <<https://www.valor.com.br/brasil/4072588/recessao-se-aprofunda-e-pib-do-2>>. Acesso em: 18 out. 2018.

\_\_\_\_\_; NEUMAN, Denise. Crise energética e ajuste elevam risco de recessão. **Valor Econômico**, São Paulo, 21 jan. 2015. Disponível em: <<https://www.valor.com.br/brasil/3870280/crise-energetica-e-ajuste-elevam-risco-de-recessao>>. Acesso em: 18 out. 2018.

MARCELLA, Blok. Conflito de interesses nas sociedades anônimas: critério de apuração formal ou substancial? In: **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. Malheiros: São Paulo, v. 153-154, jan. 2010.

MARIONI, Luiz Guilherme. **Tutela inibitória e tutela de remoção do ilícito**. Disponível em: <<http://www.marinoni.adv.br/wp-content/uploads/2016/08/TUTELA-INIBIT%C3%93RIA-E-TUTELA-DE-REMO%C3%87%C3%83O-DO-IL%C3%8DCITO.pdf>>. Acesso em: 25 mai. 2018.

MARQUES NETO, Floriano de Azevedo. **Agências Reguladoras Independentes**. Belo Horizonte: Forum, 2005.

MECKLING, W.; JENSEN, M. C. Teoria da firma: comportamento dos administradores, custos de agência e estrutura de propriedade. **RAE – Revista de Administração de Empresas**, v. 48, n. 2, p. 87-123, abr.-jun. 2008.

MEIRELLES, Henrique. Duro aprendizado. **Folha de S. Paulo**, São Paulo, 8 mar. 2015. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/colunas/henriquemeirelles/2015/03/1599673-duro-aprendizado.shtml>>. Acesso em: 18 out. 2018.

MPX Energia tem queda em sua estreia na BOVESPA. **O Globo**, São Paulo, 14 dez. 2007. Economia. Disponível em: <<https://oglobo.globo.com/economia/mpx-energia-tem-queda-em-sua-estreia-na-bovespa-4133558>>. Acesso em: 28 ago. 2018.

NUNES, Simone Lahorgue. **Regulação concorrencial *ex ante* e inovações disruptivas**. Disponível em: <[levysalomao.com.br](http://levysalomao.com.br)>. Acesso em: 31 mai. 2018.

O GRANDE fracasso das pré-operacionais. **Defenda seu dinheiro**, 27 set. 2013. Geral. Disponível em: <<http://defendaseudinheiro.com.br/o-grande-fracasso-das-pre-operacionais>>. Acesso em: 28 ago. 2018.

OPERAÇÃO Lava Jato. **Folha de S. Paulo**, São Paulo. Disponível em: <<http://arte.folha.uol.com.br/poder/operacao-lava-jato/#capitulo1>>. Acesso em: 25 set. 2018.

PAMPLONA, Nicola. Fazenda absolve a União em processo de conflito de interesses na Eletrobrás. **Folha de S. Paulo**, Rio de Janeiro, 28 jun. 2017. Mercado. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2017/06/1896895-fazenda-absolve-uniao-em-processo-de-conflito-de-interesses-na-elektrobras.shtml>>. Acesso em: 24 ago. 2018.

PARGELANDER, Mariana. SALAMA, Bruno Meyerhof. Direito e consequência no Brasil: em busca de um discurso sobre o método In: **Revista de Direito Administrativo**. v. 262. Rio de Janeiro: FGV, jan-abr/2013.

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, p. 237-268, abr/jun. 2007.

PIMENTA, Guilherme. Vamos até o STF, diz advogado do IBEF sobre divulgação salarial de executivos. **JOTA**, São Paulo, mai. 2018. Disponível em: <<https://www.jota.info/tributos-e-empresas/mercado/vamos-ate-o-stf-diz-advogado-do-ibef-sobre-divulgacao-salarial-de-executivos-28052018>>. Acesso em: 08 ago. 2018.

PITA, Antonio. Eletrobrás: acionista entra com ação contra União e CVM. **Estadão**, São Paulo, 22 abr.2014. Economia e Negócios. Disponível em: <<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,elektrobras-acionista-entra-com-acao-contra-uniao-e-cvm,182613>>. Acesso em: 25 ago 2018.

POLITO, Rodrigo. Minoritários da Petroleira podem processar CVM. **Valor Econômico**, Rio de Janeiro, 06 set. 2013. Disponível em: <<https://www.valor.com.br/empresas/3261086/minoritarios-da-petroleira-podem-processar-cvm>>. Acesso em: 28 ago. 2015.

PORTO, Antonio José Maristrello; FRANCO, Paulo Fernando. Uma análise também econômica do direito de propriedade. In: **Economic Analysis of law review**. v.7, nº1, p.207-232, Jan-Jun, 2016. Disponível em:

<<https://portalrevistas.ucb.br/index.php/EALR/article/view/6473/pdf>>. Acesso em: 13 abr. 2018.

PRADO, Viviane Muller et al. Pesquisa Empírica sobre o CRFN: resultados e debates In: **Mercado de Capitais**. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. PALMA, Juliana Banacorsi de; PRADO, Viviane Muller (Coord.). Rio de Janeiro: Elsevier, 2014.

RAGAZZI, Ana Paula. Clássico tenta ser relevante na elétrica. **Valor Econômico**, Rio de Janeiro, 01 jul. 2015. Empresas. <<https://www.valor.com.br/empresas/4115978/classico-tenta-ser-relevante-na-eletrica>>. Acesso em: 26 ago. 2018.

\_\_\_\_\_. CVM multa União em R\$ 500 mil por voto na Eletrobrás. **Valor Econômico**, Rio de Janeiro, 27 mai. 2015. Disponível em: <<https://www.valor.com.br/empresas/4068354/cvm-multa-uniao-em-r-500-mil-por-voto-na-eletobras>>. Acesso em: 25 ago 2018.

ROCHA, André. O polêmico direito ao *tag along*. **Valor Econômico**, Rio de Janeiro, 08 out. 2013. Finanças. Disponível em: <<https://www.valor.com.br/financas/3296514/o-polemico-direito-ao->>. Acesso em: 28 ago. 2018.

ROSA, Maria Eduarda Fleck da. **O poder normativo da CVM**. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-20032013-140738/pt-br.php>>. Acesso em: 19 mai. 2018.

\_\_\_\_\_. Regulação do Mercado de Capitais. In: PALMA, Juliana Banacorsi de; PRADO, Viviane Muller (Org). **Mercado de Capitais**: Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014.

ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. Regime do exercício do direito de voto na Lei 6.404/76, suas limitações e impedimentos. Diferença entre os conceitos de “vantagem ou benefício particular” e “conflito de interesses”. Importância do elemento histórico da Lei. Critérios para interpretação de termos ou expressões técnicas da Lei. Interpretação sistemática das normas do artigo 115 com aquelas que regulam as funções e deveres do acionista controlador e da sociedade de comando no grupo de sociedades. Momento em que deve ser verificada a liquidez e dispersão das ações da companhia, para fins de aplicação do disposto no inciso II do art. 137 da Lei. In: Felipe Hanszmann. **Atualidades em direito societário e mercado de capitais**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2015.

ROSTAS, Renato. Bancos cortam preço alvo de ações da Eletrobras. **Valor Econômico**, Rio de Janeiro, 28 nov. 2012. Finanças. Disponível em: <<https://www.valor.com.br/empresas/2921224/bancos-cortam-preco-alvo-de-acoes-da-eletobras>>. Acesso em: 25 ago 2018.

\_\_\_\_\_; VIRI, Natalia. Grupo Eletrobrás pode precisar de ajuda do Tesouro. **Valor Econômico**, 08 nov. 2012. Empresas. Disponível em: <<https://www.valor.com.br/empresas/2896108/grupo-eletobras-pode-precisar-de-ajuda-do-tesouro>>. Acesso em: 18 ago. 2018.

SAFATLE, Claudia. Recessão entra na previsão do BC. **Valor Econômico**, 27 mar. 2015. Disponível em: <<https://www.pressreader.com/brazil/valor-econ%C3%B4mico/20150327/281578059161090>>. Acesso em: 18 out. 2018.

SALLOWICZ, Mariana. CVM multa União em R\$ 500 mil por conflito de interesses na Eletrobrás. **Estadão**, São Paulo, 26 mai. 2015. Economia e Negócios. Disponível em: <<https://economia.estadao.com.br/noticias/governanca,cvm-multa-uniao-em-r-500-mil-por-conflito-de-interesse-na-elektrobras,1694688>>. Acesso em: 25 ago 2018.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Novo Direito Societário**. 4ª ed. São Paulo: Malheiros, 2015.

SCHUFFNER, Claudia; RAGAZZI, Ana Paula. Eletrobras avalia os impactos da MP. **Valor Econômico**, Rio de Janeiro, 16 nov. 2012. Empresas. Disponível em: <<https://www.valor.com.br/empresas/2905850/eletrobras-avalia-os-impactos-da-mp>>. Acesso em: 25 ago. 2018.

SOUSA, Dayane. CVM descarta paralelo entre caso Eletrobrás e Tractebel. **Estadão**, São Paulo, 03 dez. 2012. Economia e Negócios. Disponível em: <<https://economia.estadao.com.br/noticias/negocios,cvm-descarta-paralelo-entre-caso-elektrobras-e-tractebel,136696>>. Acesso em: 25 ago. 2018.

TAKAR, Teo; ZAMPIERI, Aline Curi. Bolsa sobe 0,35% mas Eletrobras segue em queda livre. **Valor Econômico**, Rio de Janeiro, 23 nov. 2012. Finanças. Disponível em: <<https://www.valor.com.br/financas/2914486/bolsa-sobe-035-mas-elektrobras-segue-em-queda-livre>>. Acesso em: 25 ago. 2018.

\_\_\_\_\_; ZAMPIERI, Aline Curi. Elétricas voltam a gerar tensão na bolsa. **Valor Econômico**, Rio de Janeiro, 28 nov. 2012. Finanças. Disponível em: <<https://www.valor.com.br/financas/2919976/eletricas-voltam-gerar-tensao-na-bolsa>>. Acesso em: 25 ago 2018.

TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. **Das sociedades anônimas no direito brasileiro**. v. I. São Paulo: Livraria e Editora Jurídica José Buschatsky Ltda., 1979.

TEIXEIRA, Fabio; CAVALCANTI, Glauce. CVM multa a União por conflito de interesses na Eletrobrás. **O Globo**, Rio de Janeiro, 27 mai. 2015. Disponível em: <<http://oglobodigital.oglobo.globo.com/epaper/viewer.aspx>>. Acesso em: 25 ago 2018.

THOMAS CRAIG W., a. Social Science Concepts: A User's Guide. By Goertz Gary. Princeton University Press, 2006. **The Journal of Politics**. 1, 287, 2008. Disponível em: <<http://eds.a.ebscohost.com.sbxproxy.fgv.br/eds/pdfviewer/pdfviewer?vid=13&sid=e8c1887d-93a6-4586-8416-7860c29d4ab6%40sessionmgr4009>>. Acesso em: 07 mai. 2018.

TORRES, Fernando. Conflito na Eletrobrás? **Valor Econômico**, Rio de Janeiro, 03 dez. 2012. Mercado de Capitais. Disponível em: <<https://www.valor.com.br/valor-investe/casa-das-caldeiras/2926634/conflito-na-elektrobras>>. Acesso em: 25 ago. 2018.

VETORAZZO, Lucas. CVM condena a União por uso político da Eletrobrás. **Folha de S. Paulo**, São Paulo, 26 mai. 2015. Mercado. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2015/05/1634075-cvm-condena-uniao-por-uso-politico-de-elektrobras.shtml>>. Acesso em: 25 ago 2018.

VICTER, Maccacchero Renata. A Juridicidade da Revisão das Decisões Sancionatórias da CVM pelo CRSFN: uma nova reflexão. **Revista da Procuradoria-Geral do Banco Central**. v. 12, n 1 (2018).

VILELA, Renato. **Conflito de interesses nas companhias**: reflexões sobre as transações entre partes relacionadas pós IFRS. São Paulo: Almedina, 2017.

VILLAS BOAS, Bruno. CVM aplica R\$ 73,6 milhões em multas no 1º semestre. **Valor**, Rio de Janeiro, 30 ago. 2018. Finanças. Disponível em: <[www.valor.com.br/financas/5785771/cvm-aplica-r-736-milhoes-em-multas-no-1-semester](http://www.valor.com.br/financas/5785771/cvm-aplica-r-736-milhoes-em-multas-no-1-semester)>. Acesso em: 24 set. 2018.

VIRI, Natalia. E.ON conclui aquisição de fatia de 24,5% da MPX por R\$ 1,4 bilhão. **Valor Econômico**, Rio de Janeiro, 29 mai. 2013. Empresas. Disponível em: <<https://www.valor.com.br/empresas/3143880/eon-conclui-aquisicao-de-fatia-de-245-da-mpx-por-r-14-bilhao>>. Acesso em: 28 ago. 2018.

\_\_\_\_\_. Eletrobras mantém sequência de baixa na bolsa e recua mais 20%. **Valor Econômico**, Rio de Janeiro, 21 nov. 2012. Empresas. Disponível em: <<https://www.valor.com.br/empresas/2912490/eletrobras-mantem-sequencia-de-baixa-na-bolsa-e-recua-mais-20>>. Acesso em: 25 ago. 2018.

ZAMPIERI, Aline Curi. Ações da Eletrobras desafiam fundo do poço. **Valor Econômico**, Rio de Janeiro, 22 nov. 2012. Finanças. Disponível em: <<https://www.valor.com.br/financas/2912744/acao-da-elektrobras-desafia-fundo-do-poco>>. Acesso em: 25 ago 2018.