INSPER – INSTITUTO DE ENSINO E PESQUISA

LLM - DIREITO SOCIETÁRIO

GIORGIA ANTONIAZZI NAGALLI

CONFLITO DE INTERESSES E IMPEDIMENTO DE VOTO DE ADMINISTRADORES

SÃO PAULO

2017

GIORGIA ANTONIAZZI NAGALLI

CONFLITO DE INTERESSES E IMPEDIMENTO DE VOTO DE ADMINISTRADORES

Trabalho de conclusão de curso, para conclusão do curso de LLM em Direito Societário no Insper – Instituto de Ensino e Pesquisa, como parte dos requisitos para obtenção de título em pós-graduação na área de direito societário.

Orientadora: Ana Cristina von Gusseck Kleindienst

SÃO PAULO
2017

Nagalli, Giorgia Antoniazzi.
Conflito de Interesses e Impedimento de Voto de Administradores.
Giorgia Antoniazzi Nagalli. – São Paulo, 2017.

Trabalho de Conclusão de Curso (Pós-graduação Lato Sensu em Direito Societário – LLM.) – Insper, 2017.
Orientadora: Ana Cristina von Gusseck Kleindienst

1. Conflito de interesse. 2. O administrador seria a extensão da vontade do acionista que o indicou? 3. Mecanismos de governança para mitigar conflitos de interesse de administradores. I. Giorgia Antoniazzi Nagalli. II. Conflito de Interesses e Impedimento de Voto de Administradores.

GIORGIA ANTONIAZZI NAGALLI

CONFLITO DE INTERESSES E IMPEDIMENTO DE VOTO DE ADMINISTRADORES

Trabalho de conclusão de curso, para conclusão do curso de LLM em Direito Societário no Insper – Instituto de Ensino e Pesquisa, como parte dos requisitos para obtenção de título em pós-graduação na área de direito societário.

DATA DE APROVAÇÃO: __/__/__

Dedico este trabalho aos professores da pós-graduação e também à minha mãe, Carmen Maria Montagner Antoniazzi.

RESUMO

O artigo 156 da Lei n° 6.404, de 15 de dezembro de 1976, conforme alterada (Lei das Sociedades por Ações) tem como objetivo principal a vedação "ao administrador de intervir em qualquer operação social em que tiver interesse conflitante com o da companhia (...)". No entanto, a referida lei não define o que seria caracterizado como interesse conflitante do administrador, abrindo um leque de discussões na doutrina e na jurisprudência, em especial, no âmbito dos processos administrativos sancionadores da Comissão de Valores Mobiliários ("CVM") sobre o conceito, a natureza e a extensão do interesse conflitante do administrador.

As discussões trazidas pelo artigo 156 da Lei das Sociedades por Ações são extremamente relevantes por impactarem diretamente a condução dos negócios das sociedades, sejam elas de capital aberto ou fechado, por relacionarem e equalizarem os polos de interesses da companhia, da administração e dos acionistas da companhia – interesses estes, presentes em todas as deliberações tomadas por uma companhia ao longo da sua existência. Nesse sentido, o presente trabalho busca apresentar as principais posições da doutrina jurídica e da CVM envolvendo o conflito de interesses do administrador e as situações em que o impedimento de voto é oponível.

Palavras-chave: conflito de interesses; interesses conflitante; impedimento de voto; partes relacionadas; conflito substancial e formal; governança corporativa;

ABSTRACT

Article 156 of Law number 6,404, dated as of December 15, 1976 (the “Brazilian Corporations Law”) has as its main objective the restriction “to the interference by the manager in any corporate transaction in which he has a conflict of interest with the company (…)”. Nevertheless, the referred law does not define what would be characterized as the managers’ conflict of interest, opening a wide range for discussions in the doctrine and in the jurisprudence, specially, within the scope of the administrative procedures of the Brazilian Securities and Exchange Commission over the concept, nature and the extension of the managers’ conflicting interest.

The discussions brought by article 156 of the Brazilian Corporations Law are extremely relevant due to their direct impact in the conduction of the companies’ businesses, whether they are publicly or privately held, because of the equalization and relations among different interests of the company, its management and the company’s shareholders – such interests are present in all the resolutions taken by the company during its existence. Therefore, the present article aims to present the main positions of the legal doctrine and CVM regarding the managers’ conflicts of interest and the cases in which the vote impediment is enforceable.

Keywords: conflicts of interest; conflicting interest; vote impediment; related parties; substantial and formal conflict; corporate governance;

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO **p. 1**

1. CONFLITO DE INTERESSES **p. 6**

1.1. A Evolução da Regulação do conflito de Interesses no Brasil **p. 6**

1.2. Conflito Substancial de Interesses do Administrador **p. 8**

1.3. Conflito Formal de Interesses do Administrador **p. 10**

1.4. Conflito de Interesses vs. Benefício Particular **p. 12**

2. O ADMINISTRADOR SERIA A EXTENSÃO DA VONTADE DO ACIONISTA QUE O INDICOU? **p. 15**

2.1. A Confusão entre a Pessoa do Administrador e do Acionista que o indicou para a administração da Companhia **p. 15**

2.2. Entendimento da CVM sobre a distinção entre os interesses do Administrador e dos Acionistas que o elegeram **p. 16**

3. MECANISMOS DE GOVERNANÇA PARA MITIGAR CONFLITOS DE INTERESSE DOS ADMINISTRADORES **p. 21**

3.1. Mecanismos de governança podem suprimir o conflito de interesses do administrador? **p. 21**

3.2. O paralelo com o Caso Tractebel **p. 23**

CONSIDERAÇÕES FINAIS **p. 28**

Referências Bibliográficas **p. 31**

INTRODUÇÃO

Os mecanismos de restrição ao exercício do direito de voto abarcados pela Lei das Sociedades por Ações estão divididos em dois gêneros: (i) o do acionista, conforme disposto no parágrafo primeiro do artigo 115 da Lei das Sociedades por Ações[1]; e (ii) o do administrador, conforme previsto no artigo 156 da Lei das Sociedades por Ações.

Em benefício da objetividade, o presente trabalho tem por objetivo somente examinar a limitação ao exercício do direito de voto do administrador em situações de conflito de interesses, tendo em vista que tal artigo não cuida das demais hipóteses previstas no artigo 115, notadamente aprovação de contas e de laudo de avaliação de bens para integralização ao capital e o benefício particular[2]. Dispõe o artigo 156 da Lei das Sociedades por Ações o quanto segue:

> 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. (grifo nosso)
>
> § 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.
>
> § 2º O negócio contratado com infração do disposto no § 1º é anulável, e o administrador interessado será obrigado a transferir para a companhia as vantagens que dele tiver auferido.

---

[1] "Art. 115. O acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia; considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas. (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001) § 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 artigo 8º. § 3º o acionista responde pelos danos causados pelo exercício abusivo do direito de voto, ainda que seu voto não haja prevalecido. § 4º A deliberação tomada em decorrência do voto de acionista que tem interesse conflitante com o da companhia é anulável; o acionista responderá pelos danos causados e será obrigado a transferir para a companhia as vantagens que tiver auferido."

[2] FILHO, Alfredo Lamy e José Luiz Bulhões Pedreira. **Direito das Companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 1ª ed., 2009, vol. I, pp. 1155.

Da leitura deste dispositivo surge a vedação do administrador intervir em operação social em que tiver interesse conflitante com o da companhia. No entanto, o legislador optou por não definir e, por consequência, não restringir o que poderia ser caracterizado como interesse conflitante do administrador e tampouco o que poderia ser considerado como uma intervenção em qualquer operação social.

De forma definitiva, é possível já afirmar que o objetivo principal da norma é evitar que o administrador utilize os poderes que lhes foram delegados em razão do exercício da sua função para deliberar em favor próprio, em detrimento do melhor interesse da companhia que administra (ou seja, o chamado *self-dealing*).

No Direito comparado (em especial nos Estados Unidos e na Itália) verifica-se a mesma preocupação trazida pela Lei das Sociedades por Ações: "em quase todos os sistemas jurídicos mais desenvolvidos, no caso das companhias abertas, ou veda-se que o administrador realize negócios com a sociedade que não sejam em condições de mercado ou exige-se a aprovação pelos outros administradores."[3]

No entanto, o grande desafio prático a ser enfrentado é delimitar o conceito de "conflito de interesses" trazido pela Lei das Sociedades por Ações para evitar que ele seja manipulado pelos diversos interesses que estão envolvidos em uma mesma deliberação social (e até mesmo na própria condução dos negócios da companhia). Adicionalmente, há de questionar a definição de operação social, tendo em vista a amplitude de tal conceito e o fato de ele poder englobar qualquer ato que envolva a companhia e o administrador que tiver conflito de interesses[4].

Com relação ao conflito de interesses, observa-se que a doutrina e a jurisprudência se dividem, em resumo, em duas vertentes: (i) a do conflito formal (ou *latu sensu*); e (ii) do conflito substancial de interesses (ou *strictu sensu*).

---

[3] EIZIRIK, NELSON. **A Lei das S.A. Comentada, Volume II – Artigos 121 a 188**. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 378.

[4] [4] FILHO, Alfredo Lamy e José Luiz Bulhões Pedreira. **Direito das Companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 1ª ed., 2009, vol. I, pp. 1160.

Para os doutrinadores que defendem a posição do conflito substancial, somente há impedimento de voto quando há uma situação de conflito por interesse direto e pessoal do administrador. Para tais administradores, mesmo as pessoas jurídicas da qual o administrador é acionista majoritário ou administrador não estariam abarcadas pelo regime especial do artigo 156 e, por isso, o administrador não precisaria se abster de intervir ou votar no negócio, a não ser em caso de simulação ou fraude[5].

Já a corrente doutrinária oposta, defende a tese do conflito formal. Nessa linha, o conflito seria *a priori* e absoluto, ocorrendo sempre que houver risco da independência do administrador, por ele ter qualquer interesse na deliberação ou na operação social, ainda que de forma indireta (ou sem prejudicar os interesses da companhia). Conforme defendido por esta corrente, liderada por Modesto Carvalhosa, "não há na espécie, graduação de benefícios. Qualquer interesse, ainda que remoto, (...) torna a regra vedatória objetivamente aplicável."[6]

No entanto, as discussões práticas envolvendo situações de conflitos de interesses nos termos do artigo 156 da Lei das Sociedades por Ações podem ser complexas e não solucionáveis somente pela divisão das condutas dos administradores em conflito formal ou substancial. Para fins de ilustração de tais cenários, apresentamos abaixo alguns questionamentos sobre situações que poderiam (ou não) ser caracterizadas como conflito de interesses do administrador.

Estaria um determinado membro do conselho de administração impedido de votar na reunião do conselho de administração que deliberar sobre a eleição dos membros da Diretoria, uma vez que tal membro do conselho também é candidato ao cargo de diretor? Estaria um membro do conselho de administração impedido de votar em reunião do conselho que apreciar um contrato a ser celebrado entre, de um lado, a companhia da qual faz parte da administração e, de outro lado, o acionista controlador que o indicou para o cargo de conselheiro?

---

[5] LOBO, Carlos Augusto S., **Conflito de Interesses entre a Companhia e seu Administrador**. Revista de Direito Renovar – RDR, n° 39, setembro – dezembro de 2007, pp. 83-95.
[6] CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades por Ações. São Paulo: Saraiva, 5ª ed., 2011, vol. 3, pp. 383.

Ou ainda, determinado conselheiro estaria impedido de votar na reunião que aprecia um pedido de convocação de assembleia, formulado por certo acionista, com o objetivo de deliberar sobre a eleição de novo conselho de administração?

Como se depreende do exposto acima, ao tratarmos de matérias cujo interesse é mediato ou eventual, envolvendo matérias específicas, o tema de impedimento de intervenção ou voto dos administradores pode ser bastante polêmico.

Em razão dos conceitos amplos e da grande aplicabilidade da discussão envolvendo conflito de interesses de administradores no curso dos negócios de qualquer companhia, existem diversas discussões a este respeito, tanto na doutrina jurídica quando na jurisprudência especializada, em especial, no âmbito dos processos administrativos sancionadores da CVM. As principais discussões versam sobre o conceito, a natureza, a extensão do interesse conflitante do administrador e a eventual oponibilidade ao seu exercício do direito de voto.

Conforme ressaltado pela doutrina, a importância que a Lei das Sociedades por Ações atribui à matéria está explícita na justificativa do anteprojeto, ainda que no tocante ao voto, ao enfatizar que se trata de "matéria delicada em que a lei deverá deter-se em alguns padrões necessariamente genéricos, deixando à prática e à jurisprudência margem para defesa do minoritário sem inibir o legítimo exercício do poder da maioria, no interesse da companhia".[7]

O presente trabalho não objetiva solucionar por completo as divergências acerca de conflito material e conflito substancial. No entanto, ele objetiva contribuir com a evolução do debate e das discussões sobre o tema, trazendo precedentes de julgados recentes da CVM em processos administrativos sancionadores e opiniões doutrinárias – as quais tem se inclinado tanto pelo conflito substancial, por entender que o conflito de interesses é matéria de fato, devendo ser analisado a partir do caso concreto, quanto pelo conflito formal, por entender que o conflito é absoluto e independente de análise casuística.

---

[7] FILHO, Alfredo Lamy e José Luiz Bulhões Pedreira. **Direito das Companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 1ª ed., 2009, vol. I, pp. 1156.

Adicionalmente, para fins da compreensão do conflito de interesses do administrador ressalta-se que a obrigação trazida pelo artigo 156 da Lei das Sociedades por Ações deve ser tratada de forma conjunta com os demais deveres estatutários e fiduciários de diligência e lealdade dos administradores previstos na referida lei.

CAPÍTULO 1. CONFLITO DE INTERESSES

1.1. A EVOLUÇÃO DA REGULAÇÃO DO CONFLITO DE INTERESSES NO BRASIL.

O conflito de interesses foi regulado pela primeira vez no Brasil, em 26 de setembro 1940, por meio do artigo 120 do Decreto-Lei n° 2.627, o qual dispunha que:

"É vedado ao diretor intervir em qualquer operação social em que tenha interesse interposto ao da companhia, bem como na deliberação que a respeito tomarem os demais diretores, cumprindo-lhe cientificá-los do seu impedimento". E o parágrafo único do mesmo artigo, previa o quanto segue: "A violação dessa proibição sujeitará o diretor à responsabilidade civil, pelos prejuízos causados à sociedade e à responsabilidade penal que no caso couber".

De acordo com a interpretação de Modesto Carvalhosa[8], a referida disposição legal possuía caráter proibitivo, presumindo a nulidade absoluta da operação social em que o diretor intervinha com interesse oposto ao da companhia. Ou seja, a redação inicial previa que a falta de aviso do administrador sobre a situação de conflito ou, no limite, a sua intervenção na operação social, gerariam a nulidade do ato por consequência (ressalte-se que sem a comprovação de qualquer dano). Cunha Peixoto e Carvalho Santos, citados por Modesto Carvalhosa[9], justificavam a sua posição por considerar que "estão em jogo interesses de alta moralidade, com os quais não é ilícito transigir, não podendo ficar a invalidade do ato ao alvedrio de quem quer que seja".

No entanto, ainda com respeito ao Decreto-Lei n° 2.627, já havia divergência doutrinária a respeito da interpretação de tal artigo, pois a eventual duplicidade de interesses e/ou qualquer relação bilateral não seriam caracterizadoras de conflito de interesse necessariamente. Nesse sentido, Pontes de Miranda, conforme trecho reproduzido por Bulhões e Pedreira, já dizia que "quem interpretasse o artigo 120 do Decreto-Lei n° 2.627 como se a

---

[8] CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades por Ações**. São Paulo: Saraiva, 5ª ed., 2011, vol. 3, pp. 376.
[9] Idem.

bilateralidade do negócio bastasse, como pressuposto objetivo, e em abstrato, para determinar o conflito de interesse, erraria palmarmente."[10]

Com o advento da Lei das Sociedades por Ações em 1976, o Decreto-Lei n° 2.627 foi revogado por completo. Adicionalmente, o "preceito do artigo 156 filia-se a escola inteiramente diversa e deve ser interpretado não mais como proibitivo dos negócios entre a companhia e administradores, mas permissivo, desde que cumpridos determinados rituais."[11]

A Lei das Sociedades por Ações não define o que seria conflito de interesses e dessa forma a lei forneceu a flexibilidade necessária para que o referido conceito se adaptasse e adequasse às complexas reorganizações e questões do direito societário moderno. Nesse sentido, a Lei das Sociedades por Ações não determinou a nulidade completa de negócios entre administradores *a priori*, de forma que a operação social pode ser objeto de anulação caso o administrador não tenha observado seus deveres fiduciários, por ter agido com interesse conflitante.

Erasmo Valadão ao dispor sobre a alteração trazida pela Lei das Sociedades por Ações quanto ao tratamento do conflito de interesses ressalta que:

> (...) o legislador brasileiro, ao disciplinar a matéria, não teve em vista um conceito meramente formal de conflito de interesses, restrito à hipótese em que o acionista se acha em situação contraposta à companhia, como ocorre num contrato bilateral. O conceito adotado em nossa lei de sociedades por ações deve ser extraído, a nosso ver, do *caput* do art. 115, onde se define o voto abusivo. Com efeito, se o interesse da companhia consiste no interesse comum dos sócios à realização do escopo social, como se demonstrou, o acionista que vota com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou vota com o intuito de obter vantagem a que não faz jus, assumindo o risco de prejudicar a companhia ou outros acionistas, está, em qualquer desses casos, votando contrariamente àquele interesse comum. Ora, os casos de voto abusivo previstos no dispositivo sob exame não se restringem, a toda evidência, à hipótese de um conflito de interesses formal, a significar uma posição contrastante entre as partes, como em um contrato. *(...)* Tem-se, assim, preliminarmente, que a noção de conflito de interesses constante da nossa lei de sociedades por ações vincula-se a um

[10] FILHO, Alfredo Lamy e José Luiz Bulhões Pedreira. **Direito das Companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 1ª ed., 2009, vol. I, pp. 1156.
[11] CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades por Ações. São Paulo: Saraiva, 5ª ed., 2011, vol. 3, pp. 377.

> conceito muito mais amplo do que o de um simples conflito formal.[12]

Nessa mesma linha, entende-se que a Lei das Sociedades por Ações não objetivou criar uma proibição absoluta e *a priori*, que poderia prejudicar a própria companhia e seus acionistas, mas sim, tentou coibir situações em que a satisfação do interesse individual do administrador ocorre em detrimento do interesse social coletivo. "Há, portanto, conflito de interesse entre o administrador e a sociedade quando ele é portador, em determinada situação, de um dúplice e contraditório interesse: o social e o particular, sendo que um não pode ser atendido sem que o outro seja sacrificado. "[13]

O conceito abarcado pela Lei das Sociedades por Ações, relativo ao conflito de interesses substancial, será explorado a seguir.

1.2. CONFLITO SUBSTANCIAL DE INTERESSES DO ADMINISTRADOR

Inicialmente, cumpre ressaltar a primeira parte do artigo 156 da Lei das Sociedades por Ações: "é vedado ao administrador intervir em qualquer operação social em que tiver interesse conflitante com o da companhia" (grifo nosso).

Tendo em vista a inclinação da Lei das Sociedades por Ações ao conflito substancial, para analisar o conflito de interesses do administrador de determinada companhia, à luz do artigo 156 é indispensável que seja realizada uma análise caso a caso, por meio do exame concreto do voto ou da operação social em questão para então verificar se o interesse social está sendo ou não sacrificado.

Não há como trazer uma lista de exemplos em que tal conflito estaria configurado, pois não seria possível exaurir todas as possibilidades e tratar as particularidades envolvidas em cada caso[14]. Sobre esse assunto, Eizirik dispõe que cabe sempre a indagação relativamente ao mérito da incompatibilidade entre

---

[12] VALADÃO, Erasmo de Azevedo e Novas França. **Conflito de Interesses nas Assembleias de S.A.** São Paulo: Malheiros, 2ª ed., 2014, pp. 100.
[13] EIZIRIK, NELSON. **A Lei das S.A. Comentada, Volume II – Artigos 121 a 188**. São Paulo: Quartier Latin, 2011, pp. 379.
[14] Idem, pp. 380.

o exercício do voto e a matéria que é submetida à deliberação, daí decorrendo que sua análise é sempre realizada caso a caso.

Segundo Lobo[15], define-se o conflito de interesses como a relação entre dois interesses (ou dois polos de interesses), na qual a satisfação de um importa necessariamente em sacrifício de outro. Este mesmo autor ressalta o posicionamento de Galgano[16] e Jaeger[17], para quem o sacrifício total ou parcial de um dos interesses, para que o outro seja satisfeito, é elemento essencial e indissociável do conceito de conflito de interesses.

Conforme ressaltado por Sampaio Campos[18], esse choque de interesses deve ser de caráter substancial (e não apenas formal), efetivo e irreconciliável, a não permitir convergência ou conciliação. Concluem, assim, que entre dois interesses conflitantes há uma relação de incompatibilidade absoluta, pelo que se pode dizer que a realização de um desses interesses exige necessariamente o sacrifício ou o prejuízo de outro.

Assim é que o artigo 156 da Lei das Sociedades por Ações expressamente dispõe que o impedimento de voto será oponível ao administrador somente se houver interesse pessoal, individual conflitante com o da companhia. Ou seja, seria necessário o sacrifício de um legítimo interesse da companhia para que seja caracterizado o conflito previsto pelo artigo 156 da Lei das Sociedades por Ações.

A obra de Bulhões Pedreira traz a lição de Jaeger e Galgano, sob a ótica da doutrina italiana, acerca do conteúdo de conflito de interesses, a qual pode ser aplicada *in verbis* à realidade brasileira:

> Pensamos, portanto, que é necessário atribuir à expressão "conflito de interesses" um sentido técnico preciso, e que tal expressão indica uma relação de absoluta incompatibilidade, na qual não se compreende, assim outros tipos de interferências entre interesses que resultem em relações de simples incompatibilidade relativa ou potencial (64). (...) Não é vedado ao administrador que tenha um interesse na operação e votar: o

---

[15] LOBO, Carlos Augusto da Silveira. **Advocacia de Empresas**. Rio de Janeiro: Renovar, 2012, pp. 21.
[16] GALGANO, Francesco. **Trattato di Diritto Commerciale e di Diritto Pubblico Dell'Economia**. Cedam Padova. 1988, v. 7, pp. 251.
[17] JAEGER, Pier Giusto. **L'Interesse Sociale**. Milano: Giuffrè. 1972. pp.3.
[18] FILHO, Alfredo Lamy e José Luiz Bulhões Pedreira. **Direito das Companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 1ª ed., 2009, vol. I, pp. 1156.

> interesse de que é portador, em nome próprio ou por conta de terceiros, pode ser solidário com aquele da sociedade; e a operação pode ser realizada por ambos, sem acarretar prejuízo para a sociedade (por exemplo, porque o bem que o administrador vende para a sociedade lhe é indispensável e o seu preço pactuado é aquele de mercado).

Não incidindo o impedimento formal disposto no artigo 156 da Lei das Sociedades por Ações, será autorizado ao administrador participar da deliberação acerca da operação em questão, sem prejuízo do posterior exame de regularidade da sua atuação, à luz dos deveres fiduciários impostos pela lei societária. No entanto, ressalta-se que uma vez realizada a análise do mérito da operação social em questão e verificada que a sua aprovação pode beneficiar o administrador em detrimento da companhia (ou seja, uma vez identificado o conflito de interesses), o referido administrador deve se abster de votar ou de tomar parte na operação social, bem como deve cientificar os demais administradores sobre o seu impedimento.

Em outras palavras, a princípio, o administrador tem a sua atuação totalmente desimpedida, porém deverá pauta-la sempre no melhor interesse da companhia, em observância aos deveres fiduciários previstos na Lei das Sociedades por Ações.

1.3. CONFLITO FORMAL DE INTERESSES DO ADMINISTRADOR

Em oposição ao conflito substancial de interesses do administrador, há a corrente doutrinária (mais conservadora) que adota a tese do conflito formal para o artigo 156 da Lei das Sociedades por Ações. O conflito formal é prévio e presume-se independentemente da análise do caso concreto, restando os administradores da companhia impedidos de participar de qualquer tratativa, deliberação ou operação em que figure como parte oposta à companhia ou pela qual seja beneficiado, independentemente do interesse do administrador estar em consonância com o melhor interesse da companhia.

De acordo com Carvalhosa, o impedimento não decorre de um interesse em detrimento do outro, mas sim meramente das partes que figuram no contrato ou na operação social. “O impedimento do administrador interessado tem como

fundamento o conflito formal de interesses encontrável nas relações contratuais. O conflito formal, portanto, é de caráter apriorístico. ”[19]

Tal tese se baseia no fato de que o administrador não pode nunca agir em interesse próprio, devendo ser o interesse social superior à sua própria vontade.

Conforme exposto por Frans Martins, o artigo 156 impede, de forma ampla, que o administrador intervenha em qualquer operação em que tenha interesse conflitante com o da companhia, devendo o administrador se abster de participar em qualquer deliberação e não emitir qualquer opinião sobre o negócio. “Quer a lei que não haja prejuízos para a sociedade pelo fato de, no negócio, participar um administrador, o que constituiria regalia para o mesmo e, no final de contas, dano para a sociedade, para os acionistas ou, até, para terceiros.”[20]

Ainda com relação ao impedimento formal, Carvalhosa divide o impedimento imposto pela lei aos administradores em dois segmentos: (i) o de representação; e (ii) o de deliberação (sendo este último mais amplo, por incluir toda a administração da companhia, inclusive àqueles que não possuem os poderes de representação efetivamente).

> O impedimento de representação restringe-se, portanto, aos diretores com poderes derivados do estatuto e da própria lei (art. 144). O exercício do poder de representação, na espécie, é ilegítimo, não pelas consequências patrimoniais do ato, mas pela confusão de pessoas como partes da avença.
> Ainda uma vez reitere-se que o conflito formal de representação não pressupõe dano ou ilicitude. Mesmo que o negócio venha a ser altamente vantajoso para a companhia, o impedimento subsiste. Trata-se de impedimento que objetivamente leva em conta a finalidade da representação orgânica da sociedade.
> No exercício dessa função, o administrador é a própria corporificação da companhia. Não há dualidade de pessoas entre o administrador representante e a companhia representada. Aquele que exprime a vontade desta. A completa identidade entre o administrador e a companhia, no que tange à vontade social, torna o impedimento absoluto.
> Poder-se-ia mesmo dizer, em face do princípio da corporificação, que a sociedade ao contratar com o administrador interessado, o qual a representa, estaria contratando consigo mesma.[21]

---

[19] CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades por Ações**. São Paulo: Saraiva, 5ª ed., 2011, vol. 3, pp. 380.
[20] MARTINS, FRAN. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas – Artigo por Artigo.** Rio de Janeiro: Editora Forense, 2010, pp. 586.
[21] CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades por Ações**. São Paulo: Saraiva, 5ª ed., 2011, vol. 3, pp. 382.

Com relação à sanção aplicável ao descumprimento da norma, Modesto Carvalhosa entende que ela seria aplicável independentemente da companhia incorrer em uma perda efetiva; ou seja, a responsabilidade independe de prejuízo pecuniário e decorre tão somente da quebra do dever fiduciário do administrador previsto em lei. Nesse sentido, para a visão conservadora e formalista defendida por Carvalhosa basta que o "administrador celebre um negócio jurídico com a companhia, em que ele, administrador tenha um interesse contrastante, para restar configurada a sua responsabilidade."[22]

Ainda nesse sentido, ressaltamos que atualmente, a corrente adotada pela CVM é a do conflito formal[23], em relação aos conflitos de interesse dos administradores; dessa forma, "a autarquia entende que é vedada a intervenção do administrador em qualquer negociação ou deliberação relativa a uma operação na qual tenha interesse conflitante com o da companhia, mesmo que seja comutativa"[24].

1.4. CONFLITO DE INTERESSES VS. BENEFÍCIO PARTICULAR

Ao tratarmos do conceito de conflito de interesses, reiteradas vezes surge uma mistura entre os fundamentos conceituais de conflitos de interesses e benefício particular ao analisar um caso concreto. A confusão pode ser justificada, talvez por uma análise intuitiva e superficial de ambos os conceitos, ou ainda, em razão da dificuldade de dissociação da hipótese em que um administrador poderia ter um benefício em determinada situação sem que tal benefício não fosse em situação de conflito ou em detrimento do melhor interesse da companhia.

---

[22] CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades por Ações**. São Paulo: Saraiva, 5ª ed., 2011, vol. 3, pp. 384.

[23] Conforme exposto por Modesto Carvalhosa, a questão do conflito de interesse dos administradores tem recebido tratamento muito diferente da CVM em comparação ao tratamento do direito de voto, em que se discute se o conflito é formal ou material. Para os administradores, vige o conflito formal. Esse tratamento diferenciado bem do próprio texto legal que, além de vedar a participação nos atos relativos à operação, determina que o administrador revele o conflito. Adicionalmente, ao contrário do acionista, que pode agir no interesse próprio, essa faculdade não é conferida ao administrador, que age, sempre, no interesse da companhia ou da coletividade de seus acionistas (em CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades por Ações**. São Paulo: Saraiva, 5ª ed., 2011, vol. 3, pp. 381).

[24] LORIA, Eli e Daniel Kalansky. **Processo Sancionador e Mercado de Capitais: Estudos de Casos e Tendências; Julgamento da CVM.** São Paulo: Quartier Latin, 2016, pp. 321.

No entanto, é necessário tratarmos os conceitos de conflito de interesses e benefícios particular de formas distintas, tal como a lei das Sociedades por Ações o faz. O artigo 156 da Lei das Sociedades por Ações traz uma diferença relevante ao disposto no artigo 115, parágrafo 1° da referida lei (relativo ao abuso do direito de voto e conflito de interesses em assembleias gerais).

Enquanto este último artigo emprega o vocábulo "benefício particular" como hipótese de impedimento de voto para acionistas em assembleias gerais, o artigo 156 da Lei das Sociedades por Ações não faz a mesma referência, tampouco se dirige à pessoa do acionista que o referido artigo 115 tem por objetivo atingir.

Nesse sentido, a doutrina jurídica entende, em resumo, "que o conflito de interesses existe quando o interesse particular do sócio e o interesse social, este último entendido como o interesse comum dos sócios, estão em situação contraposta ou antagônica."[25] Não obstante, frisa-se que o interesse social não deve constituir meramente o somatório do interesse dos sócios, devendo estar vinculado a dois elementos principais, quais sejam: (i) a consecução do objeto social da sociedade; e (ii) a geração de lucros, a serem alocados conforme previsto em lei e nas disposições estatutárias.[26]

Esses elementos tornam-se mais evidentes pela análise de algumas situações práticas em que poderia ser arguido eventual benefício particular do administrador na análise de determinadas matérias.

Por exemplo, caso fosse arguido benefício particular dos membros do conselho de administração, no tocante à distribuição do montante global da remuneração dos administradores, não deixaria o legislador a cargo da assembleia geral exclusivamente a designação do montante global, mas determinaria que a assembleia deveria não só designar o montante global da remuneração, mas também especificar o montante designado ao conselho, deixando a cargo deste apenas a distribuição da remuneração dos administradores.

---

[25] FILHO, Alfredo Lamy e José Luiz Bulhões Pedreira. **Direito das Companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 1ª ed., 2009, vol. I, pp. 421.
[26] EIZIRIK, NELSON. **A Lei das S.A. Comentada, Volume I – Artigos 1° a 120**. São Paulo: Quartier Latin, 2011, pp. 654.

Da mesma forma, os membros do conselho, mesmo aqueles que cumularem também cargos na diretoria de certa companhia, não estão impedidos de votar na reunião do conselho de administração que aprovar o relatório da administração e as contas da diretoria à serem submetidos à apreciação da assembleia geral ordinária da companhia. Desse modo, reiteramos que os conceitos de benefício particular e conflito de interesses devem ser enquadrados e aplicados de forma diversa no direito societário atual.

CAPÍTULO 2: O ADMINISTRADOR SERIA A EXTENSÃO DA VONTADE DO ACIONISTA QUE O INDICOU?

2.1. A CONFUSÃO ENTRE A PESSOA DO ADMINISTRADOR E DO ACIONISTA QUE O INDICOU PARA A ADMINISTRAÇÃO DA COMPANHIA

Conforme exposto na Introdução do presente trabalho, um dos objetivos é apresentar a extensão do conceito do conflito de interesses do administrador no curso dos negócios de uma companhia. É inegável que na prática do direito societário e, em razão, de uma análise superficial do artigo 156 da Lei das Sociedades por Ações, há quem confunda a pessoa do administrador com a do acionista que o elegeu para a administração da companhia, para fins da determinação de situações de conflito de interesses. Ou seja, há uma extensão errônea do conflito de interesses à pessoa do acionista.

A Lei das Sociedades por Ações estabelece claramente os limites na atuação dos administradores, não sendo permitida a intervenção do administrador em operação social em que haja interesse pessoal que obste o regular cumprimento dos deveres fiduciários. "Assim, o administrador eleito por determinado grupo de acionistas, controladores ou minoritários, não está impedido de participar em deliberação referente a contrato a ser celebrado entre a companhia e aquele grupo[27]."

Além disso, a Lei das Sociedades por Ações estabeleceu, dentre um dos deveres fiduciários dos administradores, o dever de lealdade, conforme previstos nos artigos 154 e 145 da Lei das Sociedades por Ações[28], segundo o qual o administrador eleito por grupo ou classe de acionistas tem, para com a

---

[27] EIZIRIK, NELSON. **A Lei das S.A. Comentada, Volume II – Artigos 121 a 188**. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 383.

[28] "Artigo 154. O administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa. § 1º O administrador eleito por grupo ou classe de acionistas tem, para com a companhia, os mesmos deveres que os demais, não podendo, ainda que para defesa do interesse dos que o elegeram, faltar a esses deveres;" e "Artigo 145. 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."

companhia, os mesmos deveres que os demais, não podendo, ainda que para defesa do interesse dos que o elegeram, faltar a esses deveres.

Lobo[29] é assertivo ao afirmar que o artigo 156 da Lei das Sociedades por Ações veda o voto quando o interesse pessoal do administrador é conflitante com o da companhia, ressaltando não ser possível estender esta vedação quando o eventual interesse conflitante for do acionista que o elegeu para a administração da companhia. Dessa forma, o administrador não pode ser confundido com a pessoa do acionista que o elegeu, não sendo "*longa manus*" do controlador.

2.2 ENTENDIMENTO DA CVM SOBRE A DISTINÇÃO ENTRE OS INTERESSES DO ADMINISTRADOR E DOS ACIONISTAS QUE O ELEGERAM

Tendo em vista que os maiores precedentes práticos no direito societário do país originam-se dos processos administrativos sancionadores da CVM, é válido ressaltar o entendimento do referido órgão sobre a distinção dos interesses do administrador e dos acionistas que o elegeram sob a ótica do conflito de interesses substancial da Lei das Sociedades por Ações. Ressalta-se que os precedentes e trechos a serem indicados a seguir com a tese doutrinária de separação de interesses do acionista e do acionista que o elegeu.

Conforme deliberado no âmbito do julgamento do Processo CVM n° RJ 2007/3453, em 4 de março de 2008:

> Não se pode presumir que o administrador é a *longa manus* do controlador, nem mesmo quando o administrador é empregado do controlador, pois a própria lei impõe ao administrador o dever de atuar sempre no interesse da companhia, mesmo quando isso implique contrariar os interesses do acionista que o elegeu.[30]

Na mesma linha foi exposto por Otávio Yazbek no julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM n° RJ 2013/1063, em 3 de dezembro de 2013:

> Em comparação com o art. 156, estes dispositivos demonstram que a própria legislação societária tratou de maneira distinta e, portanto, reconheceu que não devem ser tratados como necessariamente coincidentes, o interesse pessoal do

[29] LOBO, Carlos Augusto da Silveira. **Advocacia de Empresas**. Rio de Janeiro: Renovar, 2012, p. 24.

[30] BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador n° RJ 2007/3453, de 4 de março de 2008. Voto do Diretor-Relator Marcos Pinto. Disponível em http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0003/5471-4.pdf.

> administrador e o interesse de terceiros, incluídos nessa categoria os acionistas controladores e aqueles que os tenham elegido.[31]

Ainda de acordo com Otávio Yazbek:

> Parece-me, então, que não é tão simples relacionar o interesse de terceiros, aí incluídos acionistas da companhia, à vedação prevista no artigo 156. A meu ver, para que houvesse um dever de abstenção na linha do que sustenta a PFE, seria preciso demonstrar um interesse pessoal, próprio, direto e específico do administrador, mesmo que de natureza reflexa (e não propriamente indireta), assim entendido o interesse que consiste exatamente em satisfazer ou agradar terceiro com o fim de obter determinado benefício pessoal.[32]

No mesmo sentido, a então Diretora-Relatora Ana Novaes, no âmbito do Processo Administrativo Sancionador CVM n° 09/2006, julgado em 5 de março de 2013, ressaltou que: "o art. 156 veda a intervenção e voto do administrador quando o seu interesse for conflitante com o da companhia. Não se está abordando neste artigo eventual interesse do acionista que elegeu este administrador, questão endereçada no parágrafo primeiro do art. 154 da Lei"[33].

Ainda de forma mais clara, a então Diretora-Relatora Ana Novaes, no âmbito do referido Processo Administrativo Sancionador n° 09/2006, assim se manifestou sobre o teor do artigo 156 da Lei das Sociedades por Ações:

> VI. DA INFRAÇÃO AO ARTIGO 156 DA LEI 6.404/76
>
> (...)
>
> 25. "Interesse", no caso em tela, são os desejos que qualquer pessoa tenha em obter bens e serviços tangíveis e intangíveis, como também o status social decorrente da posição ocupada pelo indivíduo. O art. 156 veda a intervenção e voto do administrador quando o seu interesse for conflitante com o da companhia. Não se está abordando neste artigo eventual interesse do acionista que elegeu este administrador, questão endereçada no parágrafo 1° do art. 154 da Lei. O administrador é obrigatoriamente pessoa física (art. 145). Portanto, o conflito de interesses do art. 156 é em relação à pessoa física do administrador e ocorre, por exemplo, quando há uma transação/operação social sendo negociada com a companhia na qual o administrador: i. seja parte do contrato/operação à época da negociação; ou ii. tenha consciência a cerca de um

---

[31] BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador n° RJ 2013/1063, julgado em 3 de dezembro de 2013. Voto do Diretor Otavio Yazbek. Disponível em http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2013/20131203_PAS_RJ20131063.pdf

[32] Idem.

[33] BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador n° RJ 09/2006, julgado em 5 de março de 2013. Voto da Diretora-Relatora Ana Novaes. Disponível em http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2013/20130305_PAS_092006.pdf

interesse à época da negociação; ou iii. sabia que uma parte relacionada dele (p. ex. parente próximo ou sociedade na qual ele tem interesse) era parte do contrato/operação e tinha um interesse.

26. Nesses casos, tendo em vista o interesse peculiar do administrador na realização do negócio, há de se pôr em dúvida a sua isenção para avaliar, à luz do interesse comum dos acionistas, se a transação, ao preço e nos demais termos submetidos à administração, deve ser aprovada. É por cenários como esse que a Lei Societária, buscando proteger a integridade da companhia, requer que o administrador não intervenha nas operações sociais em que estiver em conflito de interesses, não bastando observar a posteriori a não ocorrência de dano. (...)

27. Para a Acusação, os administradores agiram, em situação de conflito, ao buscarem retardar a realização das assembleias de modo a se manterem no comando da administração da companhia. Discordo da Acusação. Não é desse conflito que se trata aqui. Primeiro, exceto pelo fato de serem administradores, em nenhum momento os Defendentes eram contrapartes ou beneficiários em uma operação ou contrato com a companhia. Segundo, não se pode presumir que o desejo do administrador em manter-se no cargo gere nele o incentivo de conduzir os negócios da companhia de maneira enviesada para conseguir ali permanecer. A se admitir esta hipótese, a administração das companhias estaria constantemente em situação de conflito, o que impediria a própria gestão. Pelo contrário, o interesse do administrador em continuar em seu cargo gera importante incentivo para o alinhamento de interesses entre ele e a companhia, uma vez que a melhor maneira de convencer os acionistas a mantê-lo no cargo consiste, justamente, em realizar uma boa gestão. Não se pode presumir que a vontade de se manter no cargo do administrador seja conflitante com o interesse da companhia.
28. Ademais, se de fato o administrador visava manter-se no cargo por vias tortas, a acusação de violação ao art. 156, não deve prosperar. Se ocorrida tal infração, ela estaria claramente absorvida pela atuação que não visou ao interesse da companhia, pouco importando se, assim agindo, o acusado também atuou (supostamente) em seu próprio interesse tentando se manter no cargo. A infração seria ao art. 154 da Lei 6.404/76. Neste mesmo sentido, o voto do então Presidente Marcelo Trindade nos autos do PAS CVM Nº RJ2005/7229, julgado em 10 de maio de 2006 por unanimidade.

29. Absolvo, assim, todos os acusados de infração ao art. 156 da Lei 6.404/76.[34]

[34] BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador n° RJ 09/2006, julgado em 5 de março de 2013. Voto da Diretora-Relatora Ana Novaes. Disponível em http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2013/20130305_PAS_092006.pdf

Do acima exposto, conclui-se que o comando disposto no artigo 156 da Lei das Sociedades por Ações é restritivo, exigindo que (i) o conflito de interesses do administrador seja pessoal (e não relacionado ao acionista que o elegeu); e (ii) afronte diretamente um interesse da própria companhia, não sendo suficiente a identificação de potenciais benefícios ao próprio administrador, quando estes não importarem um sacrifício à companhia.

Em paralelo ao grande número de julgados da CVM acima mencionados, é possível identificar dentro da referida autarquia diversas posições favoráveis à posição defendida por Modesto Carvalhosa quanto ao conflito formal do artigo 156 da Lei das Sociedades por Ações, bem como sinalizações de que a tese relativa ao conflito material precisa ser melhor debatida, de forma a deixar claro a extensão do que seria um interesse "particular", porém indireto ou eventual, *vis-a-vis* o artigo 156 e o artigo 154 (o qual trata de desvio de poder) da Lei da Sociedades por Ações.

Nesse sentido, é válido ressaltar as sinalizações feitas pela Diretora Luciana Dias[35], com o objetivo de ressaltar que o debate na autarquia acerca do tema deve permanecer:

> Cabem à diretoria e, eventualmente, dependendo de sua relevância e das regras do estatuto, ao conselho de administração a identificação de oportunidades de negócio e a negociação das suas condições de contratação desde o início desses processos – são esses órgãos que desenham os negócios da companhia; é papel dessas pessoas barganhar, propor e, por vezes, abrir mão em nome da companhia. Dessa forma, a existência de um interesse paralelo ao administrador

[35] Ainda, a Diretora Luciana Dias expôs no seu voto no âmbito do Processo Administrativo Sancionador RJ 2013/11699, na nota de rodapé número 8, "que outras jurisdições têm revisto os padrões de aplicabilidade dos impedimentos de voto ou restrições de atuação dos administradores quando seus interesses na operação são imediatos ou particulares. A Superintendencia de Valores y Seguros – SVS, regulador chileno, já considerou em caso emblemático que os conselheiros eleitos pelo controlador não eram independentes e, portanto, não poderiam votar em operação que não lhes beneficiava pessoalmente, mas beneficiava o acionista que os elegera, mesmo que todos os outros critérios de independência estivessem presentes. Ver descrição do caso Endesa na seção sobre o Chile em OECD, "Latin American Corporate Governance Roundtable Task Force Report on Related Party Transactions", p. 28-32. A Delaware Chancery Court também tem revisto com rigor suas posições a respeito dos deveres e independência dos administradores e teve especial avanço no caso Southern Peru Copper Corp. Shareholder Derivative Litigation, 52 A3d. 761 (Del. Ch. 2011). O tribunal analisou a composição e o comportamento do Comitê Especial que precisa ser independente para aprovação de uma determinada transação e determinou que o seu funcionamento não atendia os padrões necessários para inverter o ônus da prova. Um dos elementos utilizado pelo tribunal para chegar à conclusão foi o fato de que um dos quatro membros do Comitê Especial era empregado pelo controlador de ambas as companhias participantes da operação."

> que vai comandar ou participar ativamente das negociações pode influenciar as próprias bases do negócio, suas condições e, por isso prejudicá-las de maneira irreparável. A isenção dos administradores nessas situações precisa ser olhada com rigor, porque o interesse oposto ou paralelo do administrador em relação ao da companhia poderia prejudicar o processo de construção do próprio negócio. (...) O que considero importante aqui é deixar anotado que os precedentes da CVM a respeito da extensão do art. 156 da Lei n° 6.404, de 1976, ainda são poucos e há muitas discussões a serem enfrentadas. Mesmo esses poucos precedentes, que restringem a aplicabilidade de referido comando, nem sempre unânimes, o fazem com cautela e invocando outros deveres dos administradores que devem ser olhados com maior cuidado quando se reconhece um interesse, ainda que não particular.[36]

[36] BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador n° RJ 2013/11699, julgado em 2 de setembro de 2014. Voto da Diretora Luciana Dias. Disponível em http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2014/20140902_PAS_RJ201311699.pdf

CAPÍTULO 3: MECANISMOS DE GOVERNANÇA PARA MITIGAR CONFLITOS DE INTERESSE DE ADMINISTRADORES

3.1. MECANISMOS DE GOVERNANÇA PODEM SUPRIMIR O CONFLITO DE INTERESSES DO ADMINISTRADOR?

Tendo em vista as disposições do artigo 156 da Lei das Sociedades por Ações acerca do conflito de interesses do administrador, caso se adote a teoria do conflito substancial de interesses, é possível que um administrador participe de operação social em que não tenha interesse conflitante com o da companhia, conforme acima exposto.

A partir de tal premissa, em situações em que o administrador pode auferir um benefício em uma operação social com determinada companhia, sem o prejuízo desta última, é desejável que o administrador cumpra com os seus deveres fiduciários e adote todas as medidas para demonstrar: (i) que o seu interesse não é conflitante com o da companhia; e (ii) que a operação está sendo realizada em bases comutativas.

Nesse sentido, na prática societária identifica-se que os administradores (em especial, das companhias abertas que estão sob maior vigilância) buscam adotar mecanismos de governança corporativa para justificar a sua atuação em operações em que o conflito de interesses poderia ser alegado, como, por exemplo, em uma reorganização societária envolvendo partes relacionadas.

Assim sendo, como resguardo da própria atuação do administrador, eles buscam se fiar em mecanismos, políticas e determinados padrões de conduta para demonstrar que o seu interesse não é conflitante com o da companhia, que o seu dever de lealdade com a companhia foi observado na condução do negócio e, por fim, que a operação social foi conduzida por meio de um processo de negociação independente.

Nessa mesma linha e com o objetivo de fixar e especificar padrões gerias de conduta a serem seguidos por administradores de companhias abertas, em atendimento aos seus deveres fiduciários, a CVM editou o Parecer de Orientação n° 35, em 1° de setembro de 2008 (Parecer de Orientação n° 35/08), o qual orienta administradores a respeito de procedimentos a serem seguidos em operações de fusão, incorporação e incorporação de ações envolvendo

sociedade controladora e suas controladas ou sociedades sob controle comum. Não obstante o fato de o Parecer de Orientação n° 35 ter servido como um balizador e guia para operações de reorganização societária editado pela CVM, os procedimentos nele previsto também podem ser seguidos em operações de outra natureza entre partes relacionadas.

Em consonância com a experiência internacional acerca da interpretação dos deveres fiduciários dos administradores, a CVM recomenda que seja constituído um comitê especial independente para negociar a operação e submeter suas recomendações ao Conselho de Administração, observando sempre o melhor interesse da companhia, os deveres fiduciários e os princípios de lealdade, informação e transparência[37].

Para os fins do cumprimento de tais deveres e garantir a observância do melhor interesse da companhia, o Parecer de Orientação n° 35/08 estabelece, em caráter não exaustivo, alguns dos procedimentos que devem ser adotados pelo Comitê Especial, dentre os quais os principais são: (i) os termos da operação devem ser objeto de negociações efetivas entre as partes da operação; (ii) o início das negociações deve ser divulgado imediatamente, como fato relevante, a menos que o interesse social exija que a operação seja mantida em sigilo; (iii) deve-se buscar os melhores termos e condições possíveis para os acionistas da companhia; (iv) deve-se obter todas as informações necessárias para desempenhar sua função; e (v) as deliberações e negociações devem ser devidamente documentadas, para posterior averiguação

Na formação do referido comitê, a CVM recomenda a adoção de uma das seguintes alternativas: (i) comitê composto exclusivamente por administradores da companhia, em sua maioria independentes; (ii) comitê composto por não-administradores da companhia, todos independentes e com notória capacidade técnica, desde que o comitê esteja previsto no estatuto, para os fins do artigo 160 da Lei das Sociedades por Ações; ou (iii) comitê composto por: (a) um administrador escolhido pela maioria do conselho de administração; (b) um

[37] O Parecer de Orientação n° 35/08 estabelece que a independência dos membros do comitê especial não pode ser determinada de antemão, devendo ser examinada a cada caso. De qualquer modo, a CVM presumirá a independência, salvo demonstração em contrário, de pessoas que atendam à definição de “conselheiro independente” prevista no Regulamento do Novo Mercado da B3.

conselheiro eleito pelos acionistas não controladores; e (c) um terceiro, administrador ou não, escolhido em conjunto pelos outros dois membros.

Dessa forma, à luz das disposições do Parecer de Orientação n° 35/08 e da tese do conflito substancial de interesses, um administrador poderia entender que caso adote todas as medidas de governança estabelecidas pelo parecer, com o objetivo de comprovar e garantir condições comutativas à operação, a condenação por conflito de interesses estaria afastada por completo.[38] No entanto, cumpre questionar se esse entendimento seria respaldado pela CVM em um eventual processo sancionador.

3.2. O PARALELO COM O CASO TRACTEBEL

Tendo em vista o questionamento formulado acima e a linha de conduta que o Parecer de Orientação n° 35/08 forneceu aos administradores, vale ressaltar se esse mesmo entendimento está sendo adotado pela CVM em casos de conflito de interesses. Nesse sentido, o famoso caso envolvendo a Tractebel Energia S.A. (Tractebel) pode servir como ilustração.

No âmbito do Processo CVM n° RJ2009/13179 (Caso Tractebel), foi examinada pela referida autarquia a aplicação prática do Parecer de Orientação n° 35/08 a contratos bilaterais celebrados entre acionista controlador e companhia – no caso, entre a GDF Suez Energy Latin America Participações Ltda. (GDF Suez) e a Tractebel.

O voto do Diretor-Relator Alexsandro Broedl dispôs que a adoção e utilização dos mecanismos de governança e independência previstos no Parecer de Orientação n° 35/08, embora de prática recomendável pela administração, não seriam capazes de afastar por completo o conflito de interesses entre acionista controlador e companhia. O referido Diretor-Relator, justifica tal posição ao seguir a linha do conflito formal de interesses, pois o conflito seria absoluto e insanável mediante a celebração contrato entre o acionista controlador e a companhia. Nesses casos, segundo o Diretor-Relator, este tipo de conflito

[38] Apesar de o presente trabalho se referir apenas ao Parecer de Orientação CVM nº 35/08, entende-se que o mesmo racional deve ser seguido e aplicado para eventuais políticas e/ou códigos de governança seguidos por administradores a fim de evitar o questionamento de eventual conflito de interesses.

somente seria afastável se houvesse participação ativa dos acionistas minoritários na negociação dos termos do contrato, conforme passagem extraída de seu voto[39]:

> 71. (...) A Tractebel propõe que seja criado, pelo Conselho de Administração da companhia, um Comitê Especial Independente para Transações com Partes Relacionadas ("Comitê"), composto exclusivamente por administradores, em sua maioria independentes, incluindo membros do Conselho de Administração e da Diretoria da Companhia.
>
> 72. Porém, como visto, o conflito de interesses que gera maior preocupação é aquele entre o controlador e o minoritário. E a proposta da companhia, da maneira como foi feita, não prevê a mitigação direta desse conflito, sendo que só a presença de membros da administração da companhia, ainda que independentes, não assegurará a proteção aos minoritários, com relação à negociação dos termos do contrato a ser firmado com o controlador. (grifo nosso)
>
> 73. A solução proposta pode, potencialmente, mitigar o conflito de interesses. Deve ser considerada, ainda, um ato de governança válido, até porque em linha com o que dispõe o Parecer CVM n° 35.
>
> 74. Deve-se frisar, porém, que o próprio Parecer CVM n° 35 deixa expresso que a sua aplicação é direcionada, especificamente, para a hipótese do artigo 264 da Lei nº 6.404, de 1976, que "criou um regime especial para as operações de fusão, incorporação e incorporação de ações envolvendo a companhia controladora e suas controladas ou companhias sob controle comum", caso em que o controlador pode, via de regra, exercer seu direito de voto. Portanto, a situação prevista no Parecer não excepciona, em absoluto, a previsão do parágrafo 1º do artigo 115, ora em análise.
>
> 75. Assim, não obstante os esforços empreendidos, entendo que o Comitê proposto pela Tractebel não elimina, de maneira efetiva, o problema do conflito de interesses, razão pela qual não vejo a medida como suficiente para superar a proibição de voto prevista no parágrafo 1º do artigo 115 da Lei 6.404/76. (grifo nosso)
>
> 76. Nesse sentido, é preciso que as propostas visem, em casos como o presente, à efetiva proteção dos acionistas minoritários, incluindo, por exemplo, a participação ativa destes na negociação das condições dos contratos que gerem as situações de conflito.

---

[39] BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo CVM nº RJ2009/13179. Voto do Diretor-Relator Alexsandro Broedl. Rio de Janeiro, 9 de setembro de 2010. Disponível em: < http://www.cvm.gov.br/decisoes/2010/20100909_R1/20100909_D09.html>.

Também pela em favor da aplicação da teoria do conflito formal à situação abarcada no Caso Tractebel, o Diretor Marcos Pinto proferiu voto, à luz da eficiência econômica, para justificar que impedimento de voto da GDF Suez na hipótese seria o mais recomendado, por estimular a participação do minoritário que agiria de forma a perseguir o melhor interesse da companhia. Para fins de ilustração, segue a manifestação de voto do Diretor Marcos Pinto:

> 19. Mas será que deixar a decisão de realizar ou não uma operação importante nas mãos dos minoritários não é demais? Não estaremos subvertendo o princípio da maioria? Acredito que não. Primeiro, porque se trata de uma situação esporádica: não é sempre que operações desse tipo são submetidas a aprovação da assembleia. Segundo, porque, mesmo impedido de votar, o controlador continua tendo grande influência sobre o negócio, já que figura como contraparte no contrato; não só os termos do contrato, como a própria realização da operação, dependem do seu consentimento.
>
> 20. Quando a lei impede o controlador de votar em situações de conflito, ela não está abandonando a regra da maioria e sim exigindo que essa deliberação excepcional seja aprovada por uma maioria especial, composta pelo controlador e pela maioria dos demais acionistas presentes à assembleia. Não custa lembrar, aliás, que a regra da maioria só é utilizada nas deliberações societárias porque a unanimidade tem um custo de implantação muito elevado. Nada mais natural, portanto, do que exigir uma maioria especial, mais próxima da unanimidade, naquelas situações em que a regra da maioria não funciona a contento.
>
> 21. E a regra da maioria realmente não funciona a contento quando o acionista controlador tem interesse conflitante com o da companhia. Em situações normais, o controlador está em ótima situação para decidir em nome de todos os acionistas, pois ele é o maior beneficiado ou o maior prejudicado pelo sucesso ou insucesso da companhia. Já nas situações de conflito de interesses, não é exatamente isso o que ocorre.
>
> 22. Um acionista que pretende celebrar um contrato com a companhia tem incentivos para fazê-lo ainda que o contrato não seja necessário; um acionista que negocia um ativo com a companhia tem incentivos para cobrar dela o máximo possível, ainda que valores mais baixos pudessem ser obtidos no mercado. Na prática, o controlador sempre terá incentivos econômicos para favorecer a si próprio em detrimento da companhia[40].

[40] BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo CVM nº RJ2009/13179. Voto do Diretor Marcos Pinto. Rio de Janeiro, 9 de setembro de 2010. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0007/7190-2.pdf

Por fim, vencido o Diretor Eli Loria, que se manifestou pela aplicação da teoria do conflito substancial para justificar a possibilidade de voto da acionista controladora da Tractebel nas deliberações, nos seguintes termos:

> Concluindo, em linha com a orientação geral da lei societária de "defesa do minoritário sem inibir o legítimo exercício do poder da maioria", me manifesto no sentido de que o conflito de interesses de que trata o art. 115 da lei societária, via de regra, deve ser apreciado *ex-post*, ou seja, o voto pode ser dado e a análise de sua validade é realizada posteriormente, devendo o acionista sempre votar no interesse da companhia e, destaque-se quanto ao acionista controlador, que a lei adicionalmente determina que seu voto considere, ainda, o interesse público. (...)
>
> Caso não seja acolhido tal entendimento ficarão as indagações de sempre: quem, *a priori*, diz que o acionista está em conflito? Quais os poderes do Presidente da Mesa na Assembleia Geral para dirimir o conflito suscitado?
>
> Diante de todo o exposto, entendo, no caso concreto, que o controle do voto do acionista controlador deve se dar *ex-post* e voto pela reforma do entendimento da SEP[41].

Considerando o posicionamento da CVM acerca do não afastamento do conflito formal mesmo em situações em que foram observadas as disposições constantes do Parecer de Orientação n° 35/08 por completo, entende-se que não existem medidas de governança efetivamente capazes de mitigar o conflito de interesses. Ou seja, na visão dos votos vencedores, o voto não teria vida autônoma, sendo viciado pela condição do acionista.

Ressalta-se que apesar de o Caso Tractebel estar relacionado ao conflito de interesses na pessoa do acionista e à luz do artigo 115 da Lei das Sociedades por Ações, podemos traçar o mesmo paralelo com o artigo 156 da referida lei, pois, pela conclusão no referido caso, não há medida de governança capaz de afastar o verdadeiro conflito de interesses. Em razão do conflito formal, o administrador estaria sempre condenado ao conflito, ainda que tal administrador adote as medidas de governança aplicáveis com o objetivo de resguardar a sua intervenção na operação de forma a não prejudicar o interesse da companhia – não havendo espaço para uma análise do caso concreto.

---

[41] BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo CVM nº RJ2009/13179. Voto do Diretor Eli Loria. Rio de Janeiro, 9 de setembro de 2010. Disponível em http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0007/7190-0.pdf

Sendo assim, não há medida de governança capaz ou suficiente para afastar seu impedimento. Infelizmente, com a postura adotada pela CVM no Caso Tractebel foi perdida a oportunidade de se conferir maior poder ao Parecer de Orientação n° 35 e de enaltecer a diligência do acionista controlador. O referido caso poderia ter servido como um caso líder para cristalizar as práticas de governança corporativas capazes de afastar o conflito de interesses.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho apresentou as duas correntes principais existentes acerca do conflito de interesses: (i) a do conflito formal; e (ii) a do conflito substancial. Conforme demonstrado, a regulamentação brasileira acerca do tema evoluiu com a Lei das Sociedades por Ações ao admitir um conceito de conflito de interesses que não foi definido na lei, com o objetivo de não engessar as diversas situações que poderiam advir do conceito do que seria um interesse conflitante do administrador com a companhia.

Essa amplitude conceitual possibilita o crescimento das diversas discussões existentes no campo doutrinário, jurisprudencial e da prática quotidiana do direito societário. É inegável que na condução dos negócios das companhias, sejam elas abertas ou fechadas, é necessário dirimir e equalizar os interesses dos administradores, acionistas e da própria companhia (e há quem sustente que dos seus *stakeholders*), sendo que tais interesses surgem e se relacionam constantemente, de forma que não podem ser ignorados.

Muitas vezes essa relação não se dá de forma pacífica, motivo pelo qual surgem os questionamentos das situações de conflito de interesses dos administradores. Seria a tese mais adequada para o direito societário atual a do conflito formal? Ao somente considerarmos a corrente do conflito formal, por consequência, o voto do administrador não possui vida autônoma, sendo viciado pela sua condição de administrador. O caso concreto e as circunstâncias que os circundam devem ser ignoradas por completo? Restariam sempre configurado o interesse a priori em razão de contratação bilateral entre o administrador e a companhia?

Para essas perguntas não há uma resposta única e nem exata. No entanto, vale ressaltar que na tentativa de realizar uma interpretação mais abrangente da Lei das Sociedades por Ações e admitir, que, na prática, nem sempre se deve presumir a priori o interesse conflitante do administrador com a companhia, é que surge a corrente do direito substancial. A qual, é aplicada muitas vezes por administradores que desejam defender a sua intervenção nos

negócios da companhia em que possuem sim um interesse porém, sem ser conflitante.

Nesse sentido, o presente trabalho tentou provocar a imaginação de cenários práticos em que o conflito de interesses poderia ser questionado. Como, por exemplo, em situações em que o administrador de certa companhia, indicado pelo acionista controlador, não deve, a priori, ser considerado como uma “longa manus” do controlador, ou seja, somente como uma extensão da sua vontade do controlador, sem dissociação de uma pessoa da outra.

Dessa forma, depreende-se que muitas vezes há a confusão (e, em parte, trazida pelo próprio conceito de conflito formal) sobre a pessoa do administrador, do controlador e da companhia e, de seus respectivos interesses. Adicionalmente, ao apenas adotar a tese do conflito formal, a doutrina (e a própria CVM em alguns julgados destacados no artigo) acabam por desconsiderar e ignorar que em conjunto com a obrigação do artigo 156 da Lei das Sociedades por Ações, o administrador possui a obrigação de também seguir os seus deveres fiduciários, como o dever de lealdade, previsto no artigo 145 da Lei das Sociedades por Ações.

Além disso, dá-se um passo para trás na evolução da discussão sobre o tema, ao não termos uma postura forte da CVM, responsável pelos maiores e mais relevantes precedentes da área de direito societário, acerca de possíveis medidas de governança corporativa que podem ser adotadas pelos administradores, em situações que, podem ser questionadas por conflito de interesses. Não haveria, na prática, nenhum mecanismo capaz de sanar o conflito por completo e garantir comutatividade nas operações societárias?

Caso a autarquia adotasse uma postura favorável à adoção de tais medidas de governança como mitigadoras de possíveis conflitos de interesse, surgiria um incentivo para termos uma real cultura de governança corporativa no país, em que, uma vez identificada uma relação bilateral entre companhia e administrador, tal administrador não deixaria de intervir na operação social tão somente em razão da existência da condição bilateral, por possuir um arcabouço de governança capaz de sustentar que a operação foi realizada em bases

comutativas, no melhor interesse da companhia e, por que não no interesse do administrador também?

O principal objetivo deste artigo é contribuir com as discussões vigentes acerca do conflito de interesses e ressaltar que o melhor caminho a ser percorrido, parece não ser o do conflito formal, no qual se há uma resposta única e absoluta para todo e qualquer mínimo indício de conflito do administrador (ainda que não seja em detrimento do interesse da companhia).

Entende-se que os interesses dos administradores e da companhia podem convergir quando tratamos de operações de reorganizações societárias, celebração de contratos e outros tipos de relações entre partes relacionadas. Sendo importante termos uma regra que permita a participação do administrador em casos que seja demonstrada a persecução do melhor interesse da companhia e a utilização de mecanismos de governança corporativa capazes de garantir tal comutatividade.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Bibliografia

CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades por Ações. São Paulo: Saraiva, 5ª ed., 2011, vol. 3.

EIZIRIK, NELSON. **A Lei das S.A. Comentada, Volume I – Artigos 1° a 120**. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

EIZIRIK, NELSON. **A Lei das S.A. Comentada, Volume II – Artigos 121 a 188**. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

FILHO, Alfredo Lamy e José Luiz Bulhões Pedreira. **Direito das Companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 1ª ed., 2009, vol. I.

GALGANO, Francesco. **Trattato di Diritto Commerciale e di Diritto Pubblico Dell'Economia**. Cedam Padova. 1988, v. 7.

JAEGER, Pier Giusto. **L'Interesse Sociale**. Milano: Giuffrè. 1972.

LORIA, Eli e Daniel Kalansky. **Processo Sancionador e Mercado de Capitais: Estudos de Casos e Tendências; Julgamento da CVM.** São Paulo: Quartier Latin, 2016

LOBO, Carlos Augusto S., **Conflito de Interesses entre a Companhia e seu Administrador**. Revista de Direito Renovar – RDR, n° 39, setembro – dezembro de 2007.

LOBO, Carlos Augusto da Silveira. **Advocacia de Empresas**. Rio de Janeiro: Renovar, 2012.

MARTINS, FRAN. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas – Artigo por Artigo.** Rio de Janeiro: Editora Forense, 2010.

VALADÃO, Erasmo de Azevedo e Novas França. **Conflito de Interesses nas Assembleias de S.A.** São Paulo: Malheiros, 2ª ed., 2014.

Julgados CVM

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador n° RJ 2007/3453, de 4 de março de 2008. Voto do Diretor-Relator Marcos Pinto. Disponível em http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0003/5471-4.pdf.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador n° RJ 2013/1063, julgado em 3 de dezembro de 2013. Voto do Diretor Otavio Yazbek. Disponível em http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2013/20131203_PAS_RJ20131063.pdf

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador n° RJ 09/2006, julgado em 5 de março de 2013. Voto da Diretora-Relatora Ana Novaes. Disponível em http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2013/20130305_PAS_092006.pdf

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo CVM nº RJ2009/13179. Rio de Janeiro, 9 de setembro de 2010. Disponível em: < http://www.cvm.gov.br/decisoes/2010/20100909_R1/20100909_D09.html>.