INSPER

LLM DS24 – DIREITO SOCIETÁRIO

DANILO CASALINO

ASPECTOS CONTROVERSOS ENTRE OS ACORDOS DE ACIONISTAS DE COMANDO (CONTROLE) *VIS A VIS* A RESPONSABILIDADE FIDUCIÁRIA DOS ADMINISTRADORES (NOTADAMENTE OS CONSELHEIROS DE ADMINISTRAÇÃO) E O INTERESSE SOCIAL DAS COMPANHIAS: O PARADOXO

SÃO PAULO

2021

DANILO CASALINO

ASPECTOS CONTROVERSOS ENTRE OS ACORDOS DE ACIONISTAS DE COMANDO (CONTROLE) *VIS A VIS* A RESPONSABILIDADE FIDUCIÁRIA DOS ADMINISTRADORES (NOTADAMENTE OS CONSELHEIROS DE ADMINISTRAÇÃO) E O INTERESSE SOCIAL DAS COMPANHIAS: O PARADOXO

Artigo apresentado para aprovação no curso de pós-graduação *latu sensu* LLM – DIREITO SOCIETÁRIO no Insper

Orientadores: Prof. GABRIEL SAAD KIK BUSCHINELLI e Profª. ANA CRISTINA VON GUSSECK KLEINDIENST

SÃO PAULO

2021

Casalino, Danilo

Aspectos controversos entre os acordos de acionistas de comando (controle) vis a vis a responsabilidade fiduciária dos administradores (notadamente os conselheiros de administração) e o interesse social das companhias: o paradoxo. /

Danilo Casalino – São Paulo, 2021

n.f.

Artigo (LLM Direito Societário) – Insper, 2021.

Orientador: Prof. Gabriel Saad Kik Buschinelli e Profª Ana Cristina Von Gusseck Kleindienst

1. Direito Societário. 2. Acordo de Acionistas. 3. Vinculação dos administradores. 4. Responsabilidade fiduciária. I. Casalino, Danilo. II. Aspectos controversos entre os acordos de acionistas de comando (controle) vis a vis a responsabilidade fiduciária dos administradores (notadamente os conselheiros de administracão) e o interesse social das

DANILO CASALINO

ASPECTOS CONTROVERSOS ENTRE OS ACORDOS DE ACIONISTAS DE COMANDO (CONTROLE) *VIS A VIS* A RESPONSABILIDADE FIDUCIÁRIA DOS ADMINISTRADORES (NOTADAMENTE OS CONSELHEIROS DE ADMINISTRAÇÃO) E O INTERESSE SOCIAL DAS COMPANHIAS: O PARADOXO

Artigo apresentado para aprovação no curso de pós-graduação *latu sensu* LLM – DIREITO SOCIETÁRIO no Insper

DATA DE APROVAÇÃO: __/__/____

A Julio Alberto Casalino (*in memoriam)*, de quem herdei valores.

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente a Deus, pela vida, e a toda minha família, especialmente Vitor e Daniela, por todo o apoio.

Agradecimento especial aos amigos que colaboraram nesta jornada: Ademar Fronchetti, Maria Carolina de Lima Esteves, Antonio Noronha, Bruno Von Dreifus, Clarissa Freitas e Nazir Takieddine.

Aos orientadores, professores Gabriel Saad Kik Buschinelli e Ana Cristina Von Gusseck Kleindienst.

La joie commence au moment même aux tu abandonne ta propre recherche de bonheur por tenter d´en donner aux otres

(Michel Quoist)

RESUMO

Este artigo visa a esclarecer e aprofundar o paradoxo com que se deparam os administradores, em especial os conselheiros de administração, quando decisões importantes das Companhias são antagônicas entre os interesses dos acionistas do bloco de controle e o interesse social dessas empresas. O trabalho analisa a legislação e a doutrina a respeito dos acordos de acionistas de controle, os limites e a conveniência da vinculação dos conselheiros de administração aos acordos, as diferentes correntes doutrinárias da autotutela e do mandato legal, as diferenças das aplicações conceituais em sociedades com capital aberto e fechado e o papel da Comissão de Valores Mobiliários - CVM. Analisam-se os casos práticos Usiminas, Linx *versus* Stone, IRB, Gol *versus* Smiles e Qualicorp à luz da LSA e da jurisprudência da CVM. Três sócios de renomados escritórios de advocacia dão entrevista para emitir sua opinião sobre o tema. Ao final, a ideia é trazer uma reflexão sobre o "eterno conflito" em que os conselheiros se encontram nas instâncias decisórias: votar de acordo com o acionista controlador ou de acordo com o interesse social da Companhia: artigo 118 *versus* 154 da LSA.

Palavras-chave: Acordo de acionistas; Deveres Fiduciários dos Administradores; Interesse Social; Vinculação de Administradores; Acordos de Controle.

ABSTRACT

This paper aims to clarify and deepen the paradox that managers, especially directors, face when important decisions by the Companies are antagonistic between the interests of the shareholders of the control block and the social interest of the companies. The paper analyzes the legislation and doctrine on the controlling shareholders' agreements, the limits and the convenience of linking directors to the agreements, the different doctrinal currents of self-protection and the legal mandate, the differences of conceptual applications in publicly traded companies and closed, and the role of the Securities and Exchange Commission - CVM. The practical cases Usiminas, Linx versus Stone, IRB, Gol versus Smiles and Qualicorp are analyzed in the light of the LSA and CVM jurisprudence. Three partners from renowned law firms are interviewed to state their opinion on the topic. In the end, the idea is to bring a reflection on the “eternal conflict” that directors encounter in decision-making bodies: vote according to the controlling shareholder or according to the Company's social interest: article 118 versus 154 of the LSA.

Key-words: Stakeholders’ Agreement; Administrator Fiduciary Duties; Companies´ Interest; Binding of Administrators; Pooling Agreements.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AA – Acordo de Acionistas

AGE – Assembleia Geral Extraordinária

AGO – Assembleia Geral Ordinária

CA – Conselho de Administração

CDI – Certificado de Depósito Interbancário

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

LLM – *Latin Legum Magister*

LSA – Lei das Sociedades Anônimas

M&A – *Merges & Acquisitions*

ON – Ações Ordinárias

RCA – Reunião do Conselho de Administração

SEP – Superintendência de Relações com Empresas

STF – Supremo Tribunal Federal

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO 11
2 REFERENCIAL TEÓRICO E DOUTRINA 15
2.1 O INTERESSE SOCIAL DA COMPANHIA E OS ACORDOS DE CONTROLE 15
2.2 OS LIMITES E A CONVENIÊNCIA DA VINCULAÇÃO DOS CONSELHEIROS DE ADMINISTRAÇÃO AOS ACORDOS DE ACIONISTAS 19
2.3 AS DIFERENTES CORRENTES DOUTRINÁRIAS DA AUTOTUTELA E DO MANDATO LEGAL 22
2.4 DIFERENÇAS DAS APLICAÇÕES CONCEITUAIS EM SOCIEDADES COM CAPITAL ABERTO E FECHADO 24
3 CASOS PRÁTICOS 26
3.1 CASO USIMINAS 26
3.2 CASO IRB 32
3.3 CASO GOL-SMILES 36
3.4 CASO QUALICORP 43
3.5 CASO LINX-STONE 47
4 ENTREVISTAS COM ESCRITÓRIOS: TRENCHI ROSSI WATANABE, MACHADO MEYER E FTLT 52
5 CONCLUSÃO 56
REFERÊNCIAS 60
OBRAS SUGERIDAS 62
LEGISLAÇÃO E JURISPRUDÊNCIA 63

1 INTRODUÇÃO

O tema deste artigo visa a esclarecer e aprofundar o paradoxo com que se deparam os administradores, em especial os conselheiros de administração, quando decisões importantes das Companhias são antagônicas entre os interesses dos acionistas do bloco de controle e do social da própria Companhia. Procurar-se-á dirimir os limites e a conveniência da vinculação dos conselheiros de administração aos acordos de acionistas arquivados nas sedes das sociedades em que atuam, quando serão analisados a doutrina, posicionamentos e jurisprudência de casos recentes e passados, o que traz diferentes pontos de vista acerca da matéria e opiniões de renomados escritórios de advocacia.

Sabe-se que o grupo de empresas ou de pessoas físicas vinculadas por um acordo de acionistas - que detém: (a) de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações das Assembleias Gerais; (b) poder de eleger a maioria dos administradores; e (c) direção das atividades sociais e orientação do funcionamento dos órgãos da sociedade - representa o bloco controlador (ou bloco de controle) da companhia.

O poder de controle de uma sociedade é um “direito-função” e é atribuído ao controlador (ou bloco de comando) para o alcance de algumas finalidades, exemplificativamente as elencadas no artigo 116 da Lei das Sociedades Anônimas (LSA)[1]. A existência de um Acordo de Acionistas pode ou não ter o objetivo de criar um bloco de controle - algumas vezes pode existir pura e simplesmente para regular a convivência de dois grupos ou apenas um bloco significativo numa companhia aberta que pode ou não ter controle.

---

[1] BRASIL. LEI 6.404, de 15 de dezembro de 1976 - Lei das Sociedades Anônimas. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Palácio do Planalto Presidência da República**, Brasília, DF, 15 dez. 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm>, em seu artigo 116 reza: “O acionista controlador da companhia aberta e os acionistas, ou grupo de acionistas, que elegerem membro do conselho de administração ou membro do conselho fiscal, deverão informar imediatamente as modificações em sua posição acionária na companhia à Comissão de Valores Mobiliários e às Bolsas de Valores ou entidades do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação, nas condições e na forma determinadas pela Comissão de Valores Mobiliários.”

Será explorado o §9º do artigo 118 da LSA[2], incluindo-se as diferentes correntes doutrinárias da autotutela e do mandato legal, para o que serão investigadas as obras doutrinárias de CARVALHOSA, EIZIRIK e FILHO, além de outras elencadas na bibliografia. Adicionalmente, serão abordados diferenças das aplicações conceituais em sociedades com capital aberto e fechado e o papel da CVM na autorregulação.

Veremos também que não é possível estabelecer acordos de acionistas para vinculação em relação a votos de verdade. Por exemplo, é vedado um acordo de acionistas em que um acionista se compromete a sempre votar a favor das demonstrações financeiras e, assim, estabelecer determinado limite para a extensão do §9º do Art. 118. Em seu despacho de Recurso Especial, NORONHA[3] externa que o voto é o instrumento de aferição do entendimento predominante entre os acionistas com direito de participar das deliberações da Sociedade. Há diferença entre o voto de vontade, que envolve manifestação de vontade, e o voto de verdade, que envolve a apreciação do sócio quanto à correspondência do documento em análise e a realidade do objeto correspondente; citando ULHÔA[4]:

> Nem todo voto é uma manifestação de vontade. Quando a apreciação tem por objeto as demonstrações financeiras, as contas dos administradores e os laudos de avaliação, o voto exterioriza, a rigor, o entendimento do acionista quanto à correspondência entre o conteúdo desses documentos e a realidade. A aprovação significa que o acionista os considera fiéis ao respectivo objeto (o balanço retrata o patrimônio e seus desdobramentos, a prestação de contas indica a regularidade dos atos de administração, o laudo apresenta o valor de mercado do bem avaliado etc.), e a reprovação, o inverso. Em vista disso, podem-se configurar dois tipos de voto de acionistas, o de vontade e o de verdade. A distinção é muito importante, porque possibilita distinguir entre a negociação lícita do exercício do direito de voto (que somente pode dizer respeito à manifestação de vontade) e o crime de venda de voto, tipificado no art. 177, § 2º, do CP (referente à de verdade).

---

[2] BRASIL. LEI 6.404, de 15 de dezembro de 1976 - Lei das Sociedades Anônimas. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Palácio do Planalto Presidência da República**, Brasília, DF, 15 dez. 1976. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm>.*Caput:* “Os acordos de acionistas, sobre a compra e venda de suas ações, preferência para adquiri-las, exercício do direito a voto, ou do poder de controle deverão ser observados pela companhia quando arquivados na sua sede.”

[3] BRASIL. **Superior Tribunal de Justiça**. RECURSO ESPECIAL Nº 1.152.849 - MG (2009/0157602-6). Relator: Ministro João Otávio de Noronha. Brasília (DF), 7 de novembro de 2013.

[4] ULHÔA, Fábio. **Curso de Direito Comercial**. vol. 2. São Paulo: Saraiva, 2005, pág. 309.

Ao final, a ideia é trazer uma reflexão sobre o "eterno conflito" com que o administrador se depara: votar de acordo com o acionista controlador ou de acordo com o interesse social da Companhia: artigo 118 *versus* 154 da LSA[5]. A questão será estudada na delimitação das relações com o acordo de controle, que, como regra, prevê que, no momento do voto, deve-se permanecer o vínculo do administrador com o acordo feito no passado. Contudo, esse mesmo voto pode ser configurado como abuso de poder, quando contrariar o interesse social da companhia e/ou de sua totalidade de acionistas, majoritários e minoritários.

O tema em questão é extremamente atual e pode gerar grandes debates, à medida em que as companhias brasileiras têm se profissionalizado e constituído administração independente com conselheiros externos, seguindo as melhores práticas de governança corporativa do mercado. Segundo o IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa)[6]:

> Governança Corporativa é o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre Acionistas/Cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal. As boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade.

Nesse sentido, cada vez mais a demanda por conselheiros e executivos profissionais tem aumentado substancialmente, nos últimos vinte anos no Brasil, com a criação do IBGC e do Novo Mercado[7] na Bolsa de Valores de São Paulo - Bovespa

---

[5] BRASIL. LEI 6.404, de 15 de dezembro de 1976 - Lei das Sociedades Anônimas. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Palácio do Planalto Presidência da República**, Brasília, DF, 15 dez. 1976. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm>. O art. 118 da LSA assim dispõe em seu caput: "Os acordos de acionistas, sobre a compra e venda de suas ações, preferência para adquiri-las, ou exercício do direito de voto, deverão ser observados pela companhia quando arquivados na sua sede." (Redação dada pela Lei nº 10.303/2001), enquanto que o art. 154 em seu caput versa: "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".

[6] IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativo. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 5ª edição, 2015. Disponível em: <https://conhecimento.ibgc.org.br/Paginas/Publicacao.aspx?PubId=21138.

[7] B3. Segmentos de Listagem. Novo Mercado. Disponível em <http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/novo-mercado>: "Lançado no ano 2000, o

(B3), pelo que apenas Companhias que cumprem uma série de regramentos podem ser listadas nessa categoria. A Comissão de Valores Mobiliários (CVM)[8] dispõe também de diversas Instruções que procuram regrar os eventuais conflitos entre administradores e acionistas dos blocos de controle, especificamente nas Companhias de capital aberto.

O tema em questão tem grande conexão com o Curso de LLM, Direito Societário, especialmente com as disciplinas Sociedades Anônimas, Acordo de Acionistas e Governança Corporativa. Os principais temas abordados serão: acordo de acionistas, desvio de poder, violação da lei, fidúcia, interesse social, acordos de voto e execução *interna corporis* dos acordos de acionistas, conforme discorre EIZIRIK[9].

Finalmente, o objetivo do trabalho é explorar limites e a conveniência da vinculação dos conselheiros de administração aos acordos de voto, diferentes correntes doutrinárias da autotutela e do mandato legal, nuances em companhias abertas e fechadas, a exploração de casos práticos e jurisprudência, com a devida conclusão sobre o tema. O tema Acordo de Acionistas, suas conexões e contradições têm sido amplamente debatidos também em artigos, publicações, trabalhos de conclusão, teses e revistas especializadas em Direito.

Novo Mercado estabeleceu desde sua criação um padrão de governança corporativa altamente diferenciado. A partir da primeira listagem, em 2002, ele se tornou o padrão de transparência e governança exigido pelos investidores para as novas aberturas de capital."

[8] CVM. A Instrução CVM Nº 323, DE 19 DE JANEIRO DE 2000, que define hipóteses de exercício abusivo do poder de controle e de infração grave, elenca diversas hipóteses de exercício abusivo do poder do acionista controlador.

[9] EIZIRIK, **Nelson. A Lei das S/A comentada.** Volume II. 2. Ed. São Paulo: Quatier Latin, 2006: "A Lei das S.A. prevê que os acionistas integrantes do acordo, nas condições nele previstas, podem promover a execução específica das obrigações pactuadas. Assim, busca-se dar eficácia aos acordos de acionistas, para que do descumprimento de suas cláusulas não resulte apenas a obrigação de indenizar. A execução dos acordos de voto e de exercício de poder de controle pode ocorrer na própria companhia, sem necessidade de tutela jurisdicional, uma vez que são objetos de autotutela."

2 REFERENCIAL TEÓRICO E DOUTRINA

2.1 O INTERESSE SOCIAL DA COMPANHIA E OS ACORDOS DE CONTROLE

Segundo SALOMÃO FILHO[10], a discussão ao redor do tema Acordo de Acionistas tem se concentrado em torno de temas aplicativos nos últimos anos. A principal preocupação tem sido a discussão sobre os efeitos, abrangência e as consequências dos acordos, tudo precedido pela tradicional análise da natureza jurídica dos acordos. De acordo com o autor, há um consenso doutrinário de que os acordos têm natureza parassocial, ou seja, é reconhecida uma separação dos acordos da disciplina típica, legal e estatutária, na fonte e na eficácia, a saber:

> Na fonte, pois são negócios geneticamente distintos dos contratos de sociedade. Criados com intuito associativo, não podem ser tratados como contratos sinalagmáticos, exatamente porque a cooperação em torno de objetivo comum é, via de rega, o seu objetivo e característica principal. Também não é contrato de sociedade perfeito, por lhe faltar o registro e a tipicidade societária. Daí decorre sua caracterização frequente como sociedade de fato.

Para se entenderem os efeitos práticos dos acordos, é preciso compreender seu modelo de conexão com a estrutura societária, pois apenas por meio dessa última os acordos ganham eficácia e relevância para o mundo exterior, produzindo efeitos e mudanças na sociedade. Por outro lado, é exatamente nessa ligação com a estrutura societária que existe o maior potencial de conflitos.

Ainda segundo o autor, os reais efeitos dos dispositivos societários só se tornam compreensíveis com o conhecimento da realidade societária brasileira. O sistema de repartição de poderes da LSA levou em conta tal realidade, tendo sido elaborado em torno da figura do acionista controlador (conforme definição feita na introdução deste artigo). Pode-se inferir a consagração de seu poder, sobretudo na criação do Conselho de Administração, como órgão intermediário entre os administradores e a Assembleia Geral. Inexistindo uma regra coerente sobre os

---

[10] SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Novo Direito Societário**. 4. ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2011. p. 126-140.

conflitos de interesses dos acionistas, os órgãos societários tornar-se-iam meros homologadores das decisões do acionista controlador.

SALOMÃO FILHO insiste que por mais perfeitos que fossem os regramentos sobre conflitos de interesses no exercício do voto não seriam suficientes, pois, estruturado pelo Conselho de Administração (órgão), o poder do grupo controlador sobre a administração das Companhias é tão grande que nenhuma regra de segregação de poderes seria coerente sem levar em conta o poder de influência do grupo de controle sobre a administração. Como consequência, todo ato tomado pelos administradores sob influência do controlador deveria ser, a este último, também imputado; de outro lado, todos os deveres fiduciários dos administradores devem ser atribuídos ao controlador.

À medida em que o Conselho de Administração é soberano nos temas de Estratégia, Pessoas e Riscos, é imprescindível que seus membros, bem como os executivos por eles eleitos e empossados, possam trabalhar de forma “livre” e independente, procurando sempre atender ao melhor interesse das Companhias. O tema abordado neste artigo tem grande potencial para gerar debates, visto que decisões importantes tomadas pelos administradores podem, por diversas razões, contrariar os interesses dos acionistas controladores.

De acordo com a visão de FERREIRA[11], nem sempre os conselheiros independentes garantem uma boa governança, muitas vezes o que se observa nas AGOs são formações de chapas únicas de conselheiros, em muitos casos, compostas pelos próprios controladores. Essas chapas incluem conselheiros “independentes” que, em tese, preenchem os requisitos de mercado e representam também os blocos minoritários de acionistas, mas na prática observa-se sua proximidade muito estreita

[11] FERREIRA, Geraldo Afonso. **Conselheiro “independente” não garante boa governança**. São Paulo, SP, 2020. Disponível em <https://capitalaberto.com.br/secoes/artigos/conselheiro-independente-nao-garante-boa-governanca.

com os controladores, o que pode levantar suspeitas de sua atuação em relação ao melhor interesse das Companhias.

Ao estudar CARVALHOSA[12] em sua brilhante obra sobre o tema Acordo de Acionistas, foi visto que, no momento da manifestação do voto, prevalece o vínculo do acordo de controle que foi legitimamente assumido no passado, em momento distinto e em diferentes condições anteriores. O sentido preestabelecido anteriormente na concepção do acordo de controle não se deve sobrepor ao dever de independência se as circunstâncias presentes exigirem voto contrário para preservar e fortalecer o interesse social das Companhias. Daí, deriva-se o conflito a ser estudado neste artigo, como estabelece o §2º do Art. 118 da LSA, que, ao fim, é uma das bases desse racional, além do §único do Art. 116 da mesma lei. O autor assim delimita:

> Temos, assim, que o sentido preestabelecido na convenção de controle não pode sobrepor-se ao dever de independência de julgamento da comunhão se as circunstâncias encontradas no momento da deliberação respectiva demonstrarem a impossibilidade de serem conciliados com a política preestabelecida no acordo em face do interesse social nas atuais circunstâncias. Nesse particular, é rigorosamente aplicável o princípio da jurisprudência norte-americana de que todo acionista tem o dever, perante os demais, de exercer o seu voto de forma a expressar livremente seu critério de discernimento, em todas as matérias societárias.

Ainda segundo o mesmo autor, o princípio do livre exercício do voto consiste no fato de que o acionista pode, nos limites da lei, decidir livremente a que influência ele quer se submeter e orientar seus administradores a segui-la. Trata-se, portanto, o voto dos controladores de um **direito-função**, visto que é atribuído para execução de finalidades precisas, com deveres e responsabilidades, e que tem em vista sempre o interesse social das Companhias.

---

[12] CARVALHOSA. Modesto. **Acordo de Acionistas: Homenagem a Celso Barbi Filho**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2015. p. 141-147.

Por fim, GOMES[13], brilhante jurista português, sintetiza ao final de seu artigo sobre a nulidade dos acordos de acionistas que violem a competência privativa do CA e a eficácia dos votos dos administradores proferidos contra tais acordos:

> Entre estes mecanismos, destaca-se a imposição normativa de um específico órgão de administração, com poderes determinados *ex lege*, e o reconhecimento de um espaço de atuação sob responsabilidade própria, livre de instruções dos acionistas ou de outros órgãos sociais, destinado a assegurar a promoção dos melhores interesses da sociedade com um todo e não apenas os interesses deste ou daquele acionista. Neste contexto, os administradores não mais são considerados como mandatários dos acionistas: reunidos em modo coletivo, são um órgão da sociedade, destinado a assegurar a autodeterminação desta, com vista à consecução dos seus próprios fins. Paralelamente, ficou então definitivamente afastada a perspectiva dos administradores como "representantes" dos acionistas que os designam. Os administradores servem a sociedade e devem sobreordenar os interesses desta a quaisquer outros interesses em presença. É verdade que, na *praxis* empresarial, continua a ser frequente a referência à representação deste ou daquele acionista, mas tais referências não têm base normativa: traduzem um fosso entre o quadro legal e a prática empresarial. Este fosso deve ser combatido pela correta ordenação das condutas dos administradores e não pela subversão dos pilares da personificação coletiva, em benefício dos controladores e em prejuízo de todos os demais *stakeholders*.

O autor finaliza afirmando que, em matérias da exclusiva competência do CA, são eficazes as decisões dos administradores que votem em sentido contrário ao decidido pelo acionista controlador em reunião prévia. Viola o seu dever de coordenação do coletivo o presidente do órgão que não computar tais votos, e fica sujeito a responsabilidade civil nos termos gerais do artigo 154 da LSA. Da mesma forma, o administrador que se furtar do exercício de suas funções, ao não exercer um juízo próprio e autônomo sobre as matérias próprias da competência exclusiva do conselho que integra, deixa de cumprir sua obrigação principal: zelar pelo melhor interesse social.

---

[13] GOMES, José Ferreira. **Os acordos de acionistas que regulam a conduta dos administradores das S.A., à luz do Direito brasileiro.** Book Revista de Direito das Sociedades 3. 2018. RDS X (2018), 3, p. 495-526.

2.2 OS LIMITES E A CONVENIÊNCIA DA VINCULAÇÃO DOS CONSELHEIROS DE ADMINISTRAÇÃO AOS ACORDOS DE ACIONISTAS

SILVA[14], em sua dissertação de Mestrado na Universidade de São Paulo, analisa os limites e a conveniência da vinculação dos administradores aos acordos de acionistas. Conforme o autor da tese, não existe consenso doutrinário e jurisprudencial acerca do tema. A dissertação analisa as principais variações doutrinárias, sendo elas as vinculações genérica e relativa. A primeira pode atingir todos os atos da administração, e a última vincula apenas os atos dos administradores previstos em lei ou Estatuto - mais delimitada.

Segundo o autor, o conceito de interesse social deve ser analisado sob a ótica institucionalista; independentemente da posição que se assuma sobre um poder ser vinculado ao outro, a LSA andou bem em atribuir, tanto aos acionistas quanto aos administradores, o dever de observar o interesse social da companhia. Esse posicionamento legal ajuda a minimizar os potenciais conflitos entre os poderes e pode servir de garantia aos demais acionistas (minoritários), tanto em sua ação do abuso de poder de controle (art. 117 da LSA) quanto na ação de responsabilidade (art. 159 da LSA), como meio de proteção ao interesse social.

Com relação à vinculação dos administradores aos acordos de acionistas, apesar de haver diferentes posições doutrinárias acerca do tema, oferecem-se as sugestões de posição: (i) aqueles favoráveis à vinculação - de maneira absoluta, sem menção a limites (através do art. 118 da LSA), - ou de maneira relativa, excetuando-se as hipóteses de infração à lei, ao estatuto e ao interesse social; (ii) aqueles desfavoráveis à vinculação, pelo fato de, entre outras razões, os §§ 8º e 9º serem incompatíveis com o regime de governança até então previsto pela LSA, eminentemente os artigos 154 e 139.

---

[14] SILVA, Thiago José da. **Limites à Vinculação de Administradores a Acordo de Acionistas.** 2014. 145f. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo.

A corrente que defende a vinculação absoluta entende que o dever de independência atribuído aos administradores no art. 154 da LSA é compatível com sua respectiva vinculação ao acordo, sem haver menção de eventuais limites à tal submissão, considerando-se que o próprio acordo de acionistas deveria promover o interesse social; há, então, a presunção de que a instrução conferida pelos acionistas aos administradores é sempre dada no melhor interesse da companhia.

Por outro lado, a corrente que defende a vinculação relativa, com limites, entende que a vinculação pode ocorrer, exceto nas hipóteses de : ilegalidade; infração ao interesse social (nem sempre a vontade dos sócios representaria o melhor interesse); deliberação de assuntos de competência privativa do Conselho de Administração; quando o conselheiro não for parte do acordo; e, finalmente, quando o conselheiro, no livre exercício de sua independência, julgar conveniente não seguir as instruções do acionista controlador.

Por fim, há também os posicionamentos totalmente contrários à vinculação dos administradores aos acordos de controle. São autores que sustentam uma visão contrária, tendo como base os pilares de melhores práticas da governança corporativa. Para eles, a vinculação é conflitante com o dever de independência dos administradores, em especial os conselheiros, na medida em que restringem a liberdade de ação e o voto livre nas instâncias de controle das empresas.

Ao final, o autor conclui em sua dissertação que a vinculação dos conselheiros aos acordos de acionistas não é favorável ao interesse social das companhias, uma vez que concentra o poder em uma única fonte, podendo gerar abusos e descumprimento de normas. Ademais, enxerga o papel dos conselheiros de administração independentes como meio de monitoramento dos acionistas controladores; reforça, assim, o interesse social e equilibra as estruturas de poder.

O IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, por sua vez, trata no item 2.3 de seu código de melhores práticas de Governança Corporativa[15] o tema da orientação de votação dos conselheiros e enfatiza a independência do administrador em situações de potencial conflito com acordo de acionistas:

> A eventual orientação de voto no âmbito de um acordo entre os sócios não exime o conselheiro de votar sempre no interesse da organização, de acordo com o exercício de seu dever de lealdade. O conselheiro deve examinar criticamente a orientação de voto do sócio e somente deve segui-la caso atenda aos interesses da organização. Se o conselheiro identificar pressões indevidas ou sentir-se constrangido e não for possível manter sua autonomia, ele deve, no limite, renunciar ao cargo, sem prejuízo a eventual formulação de denúncia à assembleia geral e/ou ao órgão regulador.

Em seu artigo publicado na Revista dos Tribunais, BARROSO[16] procura delimitar o tema:

> Nesta ordem de convicções, nos posicionamos no sentido de que não há que se falar em isenção da responsabilidade do membro do conselho de administração em relação ao seu voto em reunião do conselho de administração, quando tal manifestação seja proferida em harmonia com o que estabelece o acordo de acionistas da companhia. Ora, se o dono do negócio, o acionista, conforme o § 2.º do art. 118 da Lei das SA, não pode invocar o acordo de acionistas para se eximir de suas responsabilidades no exercício do direito de voto ou do poder de controle, muito menos o conselheiro de administração, na figura de administrador da companhia.

Em relação à forma, trazemos, por fim, o pensamento de SOLEDADE[17], que - em seu extenso e denso artigo sobre a legalidade da vinculação dos administradores aos acordos de acionistas - afirma que não há óbices legais para que os acordos possam ser também tácitos. Segundo ele, os acordos não arquivados nas sedes das

---

[15] IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativo**. Código das melhores práticas de governança corporativa**. 5ª edição, 2015, pag. 44. Disponível em <https://conhecimento.ibgc.org.br/Paginas/Publicacao.aspx?PubId=21138.

[16] BARROSO, Carlos Henrique. **A responsabilidade civil do conselheiro de administração e o acordo de acionistas.** Revista dos Tribunais. vol. 834/2005. p. 44 - 57. Abr / 2005. Doutrinas Essenciais de Responsabilidade Civil. vol. 3. p. 257 - 274. Out / 2011. DTR\2005\321.

[17] SOLEDADE, Durval. **A Legalidade da vinculação dos administradores aos acordos de acionistas.** p. 303-347.

companhias são perfeitamente legais e executáveis perante forma específica estabelecida no Novo Código de Processo Civil. O que ocorre é que eles não têm força para vinculação dos administradores, uma vez que acordos não arquivados dificultam em demasia a obtenção de provas que permitam comprovação e responsabilização.

Um ponto adicional para o qual o autor chama atenção é o direito que a LSA concede em seu § 7º do art. 141[18]. Apesar de o referido artigo falar em acordo de votos, entende-se que o tal direito somente poderá ser exercido por signatários de acordo de acionistas, devidamente arquivado na companhia. SOLEDADE termina o artigo conforme a seguir:

> Por fim, não nos iludamos, acionista controlador individual também orienta voto de administradores que elege. Por todas as razões acima relatas, é que somos favoráveis aos acordos de acionistas e a vinculação a eles dos administradores. Com mais ampla transparência que permita a devida responsabilização, tanto dos acionistas – signatários de acordos que emitem votos e, em reuniões prévias, orientações – como dos administradores que estão a eles vinculados.

2.3 AS DIFERENTES CORRENTES DOUTRINÁRIAS DA AUTOTUTELA E DO MANDATO LEGAL

Segundo RETTO[19], em seu denso e abrangente artigo debatido também em aulas da disciplina de Acordo de Acionistas, trouxe à tona as inclusões dos §§ 8º e 9º do artigo 118 da LSA trazidos pela Lei 10.303/2001. Com relação ao §9º do artigo 118

---

[18] BRASIL. LEI 6.404, de 15 de dezembro de 1976 - Lei das Sociedades Anônimas. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Palácio do Planalto Presidência da República**, Brasília, DF, 15 dez. 1976. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm>,em § 7º reza: “Sempre que, cumulativamente, a eleição do conselho de administração se der pelo sistema do voto múltiplo e os titulares de ações ordinárias ou preferenciais exercerem a prerrogativa de eleger conselheiro, será assegurado a acionista ou grupo de acionistas vinculados por acordo de votos que detenham mais do que 50% (cinquenta por cento) das ações com direito de voto o direito de eleger conselheiros em número igual ao dos eleitos pelos demais acionistas, mais um, independentemente do número de conselheiros que, segundo o estatuto, componha o órgão. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001).”

[19] RETTO, Marcelo Gomes Bragança. **Aspectos controvertidos dos acordos de acionistas – Uma abordagem prática**. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais 2010. RDB 48. p. 112-153.

da LSA[20], o referido parágrafo inclui o polêmico tema do direito da parte que se sentir prejudicada em votação de assembleia ou órgãos de administração, de votar com as ações pertencentes ao acionista ou conselheiro ausente ou omisso. Esse regramento é um tema que gera amplo debate e pode ser explorado por diversos ângulos, com diferentes autores e pontos de vista. Na visão do autor, a alteração legal conferiu ao presidente do órgão colegiado a função de zelar pelo respeito aos acordos arquivados nas sedes das companhias. Segundo o autor, existem diferentes correntes doutrinárias acerca de tal dispositivo introduzido em 2001.

Analisando CARVALHOSA[21], a função dos dispositivos incluídos pela Lei 10.303/2001 é permitir o exercício harmônico do poder-dever do controle nas instâncias decisórias das Companhias: assembleia geral, conselho de administração e diretoria estatutária. Assim, essa reforma legislativa permitiu a criação do regime de autotutela, com coercibilidade *interna corporis* exercida pelo presidente da mesa dos órgãos deliberativos mencionados anteriormente. Segundo o autor, o regime introduzido permite a criação de uma legitimidade substitutiva:

> Cria, assim, o § 9º do art. 118 da lei societária uma legitimidade substitutiva da parte dos acionistas majoritários da comunhão de controle e de seus representantes em maioria nos órgãos administrativos da sociedade. Essa autotutela criada pela lei (§ 9º do art. 118) constitui meio legítimo, visando o cumprimento do acordo de controle caso haja algum signatário dissidente ou administrador renitente no conselho de administração e na diretoria que, por isso, procuraram obstruir a respectiva deliberação ou sua eficácia majoritária, alcançada na reunião prévia da comunhão.

---

[20] BRASIL. LEI 6.404, de 15 de dezembro de 1976 - Lei das Sociedades Anônimas. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Palácio do Planalto Presidência da República**, Brasília, DF, 15 dez. 1976. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm>. O art. 118 da LSA assim dispõe em seu parágrafo 9º: "O não comparecimento à assembleia ou às reuniões dos órgãos de administração da companhia, bem como as abstenções de voto de qualquer parte de acordo de acionistas ou de membros do conselho de administração eleitos nos termos de acordo de acionistas, assegura à parte prejudicada o direito de votar com as ações pertencentes ao acionista ausente ou omisso e, no caso de membro do conselho de administração, pelo conselheiro eleito com os votos da parte prejudicada." (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001).

[21] CARVALHOSA. Modesto. **Acordo de Acionistas: Homenagem a Celso Barbi Filho.** 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2015. p. 243-258.

Ainda segundo o autor, poder-se-ia arguir que não haveria legitimidade substitutiva para estabelecer a vontade de uma parte que sequer foi manifestada, contudo tal arguição não prevalece na medida em que a vontade de tal parte ausente já fora manifestada quando da assinatura do acordo de controle, pelo que se comprometeu a votar em bloco nas matérias relevantes expressas no pacto. Desse modo, a legitimidade substitutiva trazida pelo referido dispositivo tem perfeito acolhimento pelo ordenamento jurídico.

Na mesma linha, EIZIRIK[22] confirma que a introdução feita pela Lei 10.303, de outubro de 2001, atribui legitimidade substitutiva aos acionistas prejudicados, visando a lhes assegurar o cumprimento do acordo de voto, caso algum signatário recalcitrante procure obstruir a deliberação pela ausência ou abstenção de voto:

> A regra prevista no § 9º introduziu em nosso direito societário uma hipótese excepcional de autotutela. Embora o Estado detenha o monopólio do poder coercitivo, o moderno direito processual tem previsto meios alternativos de acesso à justiça, uma vez que a morosidade da tutela jurisdicional estatal pode causar danos irreparáveis à parte que se comporta licitamente. É o que ocorre, por exemplo, na resolução da sociedade com relação ao sócio minoritário, com direito de retenção, com o desforço imediato nas ações possessórias, assim como no caso do penhor legal. A norma inseriu mais uma hipótese de autotutela: o direito dos convenentes prejudicados pelo descumprimento da obrigação do voto em bloco pactuada em acordo de acionistas de votarem no lugar do contratante inadimplente nas assembleias ou em substituição aos representantes destes nas reuniões dos órgãos de administração da companhia.

2.4 DIFERENÇAS DAS APLICAÇÕES CONCEITUAIS EM SOCIEDADES COM CAPITAL ABERTO E FECHADO

Ao estudarmos novamente CARVALHOSA[23], o autor afirma que as sociedades anônimas de capital fechado apresentam características estruturais diferentes

---

[22] EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A comentada.** VOLUME II. 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2006. p. 284-291.

[23] CARVALHOSA. Modesto. **Acordo de Acionistas: Homenagem a Celso Barbi Filho.** 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2015. p. 323-325.

daquelas das companhias abertas, razão pela qual a LSA veio estabelecer regimes jurídicos distintos para ambas.

Nas companhias fechadas prevalece como elemento principal o *affectio societatis*, que se traduz pela confiança entre sócios e administradores. Seu funcionamento baseia-se no interesse particular e nos vínculos pessoais, como, por exemplo, em sociedades familiares. Por outro lado, as sociedades abertas, voltadas para emissão de títulos junto ao público investidor e submetidas à regulação da CVM, têm notadamente caráter institucional.

Nas sociedades fechadas, por sua vez, a natureza contratual e o interesse privado prevalecem, o que permite liberdade de estipulação e, consequentemente, maior alinhamento entre os interesses dos acionistas e administradores. Como as normas legais que disciplinam as sociedades fechadas são comumente insuficientes para assegurar proteção e a tutela de seus acionistas, esses últimos procuram ajustar suas relações por meio da constituição de acordos de acionistas, para o que abrangem e vinculam seus integrantes.

Na prática, os acordos de acionistas em companhias fechadas estão, diversas vezes, inseridos diretamente em seus estatutos sociais. A função, a natureza e os efeitos das convenções nesses estatutos são idênticos aos inseridos nos respectivos acordos. Ao contrário das sociedades com capital aberto, que são altamente reguladas e monitoradas, os acordos em sociedades fechadas permitem mais flexibilidade e, consequentemente, maior equacionamento de interesses entre sócios, administradores e demais partes interessadas.

CARVALHOSA[24] finaliza afirmando que os acordos de acionistas em sociedades fechadas constituem instrumento legal e legítimo, muitas vezes necessários à adequação de interesses:

> É assim, através do acordo que, nas sociedades fechadas, interesses poderão ser personalizados, assegurando-se aos acionistas a sua permanente participação na gestão social e a manutenção de determinadas normas estatutárias, seja por meio de fixação de critérios de eleição personalíssima de administradores, seja pela exacerbação do princípio majoritário (maioria absoluta), substituindo-o pela exigência de *quórum* qualificado ou até mesmo de unanimidade em algumas matérias específicas, seja pela adoção de procedimentos de fiscalização da gestão social, seja, ainda, por intermédio de qualquer outra cláusula que não constitua violação de norma legal expressa.

Finalmente, como veremos na seção de entrevistas com escritórios, o conceito de vinculação aos acordos é o mesmo em sociedades abertas ou fechadas; contudo, a grande distinção é a maior fiscalização existente em companhias abertas, bem como maior quantidade de acionistas (maior possibilidade de grupos de acionistas com interesses distintos cujos interesses também devem ser privilegiados). Desta forma, o cenário de uma companhia aberta, normalmente, representa uma situação que potencializa os riscos de abusos e danos por eles gerados, exigindo maior cautela na instauração dos acordos.

3 CASOS PRÁTICOS

3.1 CASO USIMINAS

Com sede em Belo Horizonte, Estado de Minas Gerais, a Usiminas (Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A) é uma empresa do setor siderúrgico, líder na produção e comercialização de aços planos laminados, bobinas, placas e revestidos, destinados principalmente aos setores de bens de capital, bens de consumo, além da indústria automotiva. Foi fundada em 25 de abril de 1956 em Ipatinga, local que viria

[24] CARVALHOSA. Modesto. **Acordo de Acionistas: Homenagem a Celso Barbi Filho.** 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2015. p. 323-325.

a ser o Vale do Aço, Minas Gerais. O Sistema Usiminas destaca-se como o maior complexo siderúrgico de aços planos da América Latina e um dos 20 maiores do planeta.

Após passar por inúmeras composições de capital (inclusive de entidades do governo), a Usiminas foi a primeira companhia siderúrgica a ser privatizada, e em outubro de 1991 foi realizada a primeira oferta de ações ordinárias, com a venda de 70% das ações ordinárias da companhia e sua abertura de capital na Bovespa. As principais compradoras de ações com direito a voto, na época, foram: Bozano (7,6%), outros Bancos (20,6%), Companhia Vale do Rio Doce (15%), Fundo Previ (15%), outros fundos de pensão (11,1%) e distribuidores (4,4%). Após a privatização, a estrutura acionária da Usiminas ainda se modificou, até chegar aos moldes atuais. As empresas do grupo de controle, portanto, concentram em suas mãos 68,57% do capital votante e detêm um acordo de acionistas, assinado em 16 de janeiro de 2012[25].

De acordo com pesquisa feita por COSTA[26], em sua abrangente tese sobre o caso, o acordo de acionistas assinado pelas partes integrantes do bloco controlador, em janeiro de 2012, conta com cláusulas que consagram a sistemática da Reunião Prévia e Vinculação do voto do membro do conselho de administração. Por consequência, podemos dizer que a revisão de todas as cláusulas do pacto de acionistas é primordial para que se entenda a disputa que cerca este caso e debater também o racional da decisão judicial que deliberou, ao final, pela impossibilidade de vinculação do voto dos conselheiros.

O caso em tela analisa a possibilidade da vinculação do voto conselheiro - eleito por uma das partes nos termos do acordo - à sistemática da reunião prévia. Apesar de o objeto principal da ação a ser estudada dizer respeito, principalmente, à discussão sobre a possibilidade de a acionista signatária do acordo dar uma

---

[25] USIMINAS. Belo Horizonte, M.G. Disponível em <http://ri.usiminas.com/governanca-corporativa/principais-acionistas/>

[26] COSTA, Rafael Viana de Figueiredo. **O CASO USIMINAS: PARA QUE SERVE O CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO AFINAL?.** 2016. 98f. Dissertação (Trabalho de Conclusão de Curso para bacharel em Direito) – Faculdade de Direito, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro.

orientação de voto distinta do que fora decidido em reunião prévia, a questão pode perfeitamente ser pensada também sob o prisma do conselheiro.

Analisando-se o acordo de acionistas da Usiminas, em sua cláusula 4.1 fica prevista a necessidade da realização de reunião prévia, anterior à realização de cada assembleia e de cada reunião do Conselho. Em tal reunião, os signatários do acordo devem adotar um posicionamento unificado e o fazer assim também na Assembleia Geral, ou deve ser isto feito pelos membros do conselho de administração, nas respectivas reuniões.

O acordo de acionistas da Usiminas[27] prevê também as regras de aprovação das resoluções nas reuniões prévias. Estas resoluções devem expressar o posicionamento unificado adotado nas reuniões prévias. Para um determinado posicionamento unificado ser adotado, o acordo de acionistas estabelece matérias que necessitam de um quórum de aceitação de 90% das ações representativas dos signatários e outras que demandam 65% de aprovação. Os acionistas se comprometem, pelo acordo, que devem fazer com que os conselheiros votem em consonância com aquilo que tenha sido expresso em uma Resolução. Desta forma, a cláusula 4.14 estabelece um comando para o acionista, que deverá orientar o membro do conselho.

O Estatuto Social da Usiminas[28], vigente à época dos fatos, prevê na alínea (a) do artigo 13, a competência do conselho de administração para a eleição e destituição dos diretores da companhia. Neste ponto surge a controvérsia objeto deste caso, referente à discussão em torno da destituição de três diretores estatutários da Usiminas, inclusive o diretor-presidente da companhia.

---

[27] USIMINAS. Relações com Investidores. Disponível em: <http://ri.usiminas.com/governanca-corporativa/acordo-de-acionistas-estatutos-e-politicas/>

[28] USIMINAS. Relações com Investidores. Disponível em: <http://ri.usiminas.com/governanca-corporativa/acordo-de-acionistas-estatutos-e-politicas/>

Em setembro de 2012, descobriu-se que valores não autorizados tinham sido pagos aos diretores envolvidos, supostamente a título de bônus. Ainda em 2012, o presidente do conselho de administração foi informado que os pagamentos indevidos haviam sido feitos aos diretores. No mesmo mês, foi informado que os valores haviam sido integralmente devolvidos à companhia. Após a história ficar adormecida por algum tempo, no início de 2014 surgiram suspeitas de que a verba recebida indevidamente por parte dos diretores na verdade não havia sido devolvida. Tratar-se-ia a verba de um pagamento de bônus, denominado "*Bônus Car*", montante este que não estaria estabelecido nas remunerações dos diretores aprovadas pela companhia[29].

Pouco tempo depois, o presidente do conselho de administração requereu uma auditoria interna para investigar as suspeitas. Assim, em abril de 2014, a auditoria confirmou as suspeitas de recebimento de valores não aprovados por qualquer órgão estatutário. Devido a estas graves suspeitas, confirmadas pelo resultado da auditoria interna, foram contratadas auditorias externas para avaliar o episódio de maneira mais isenta. Em setembro de 2014, apresentaram-se os resultados, os quais ratificaram a existência de pagamento de bônus não autorizados. A aprovação do pagamento destes valores deveria caber à Assembleia Geral, segundo determina o artigo 10 do Estatuto da Usiminas.

Com este cenário, realizou-se reunião prévia no dia 23 de setembro de 2014 para deliberar acerca da destituição dos três diretores. Contudo, a cláusula 4.8 do acordo de acionistas demandava consenso entre o grupo Nippon e a Ternium/Tenaris para decidir pela destituição do diretor-presidente. No dia 25 de setembro de 2015, reuniu-se o conselho de administração para deliberar, entre outras matérias, a destituição dos três membros da diretoria. O conselho de administração da Usiminas era composto por dez membros, sendo três deles indicados pelo grupo

[29] BRONZATTO, Thiago. **Só piora a guerra entre os controladores da Usiminas.** Revista Exame, São Paulo 15 out. 2014. Disponível em: <https://exame.com/revista-exame/so-piora-a-guerra-entre-os-controladores-da-usiminas/>

Ternium/Tenaris e três, pelo grupo Nippon, o que permitia a estes acionistas decidir sobre todas as matérias em reunião prévia, com a vinculação de seus membros.

Na RCA do dia 25 de setembro de 2014[30], metade dos conselheiros de administração votaram pela destituição dos diretores acusados de receber bônus indevidos. Isto se deu apesar de a deliberação em reunião prévia não ter aprovado qualquer Resolução acerca do tema. O presidente do conselho de administração, com protestos dos dissidentes, computou o voto pela destituição dos diretores, malgrado a discussão jurídica em torno da necessidade de vinculação do voto naquela situação. Portanto, coube ao presidente do conselho de administração o voto de minerva para desempatar a deliberação.

O caso concreto, portanto, envolve discussões jurídicas acerca da vinculação dos administradores aos acordos de acionistas com o bloco de controle. Por exemplo, temos a colisão entre o artigo 118, § 8º, LSA[31] com o artigo 139, LSA, no momento em que uma reunião prévia dos signatários do acordo de controle da Usiminas determina como os conselheiros indicados no termo do acordo devem votar. O regime jurídico societário adotado pela legislação brasileira privilegiou o modelo da duplicidade de órgãos societários para as companhias abertas. Se o conselho de administração deve existir por lei e suas competências não podem ser outorgadas a outro órgão por lei, infere-se que este órgão tem uma função relevante e não pode ter suas competências suprimidas nem sequer pela Assembleia Geral.

Além da contradição do artigo 118, §§ 8º e 9º com o artigo 139 da LSA, o caso em análise envolve o choque dos parágrafos introduzidos pela lei 10.303/01 com os artigos 154, §1º e 158, §1º, LSA. Sob o ponto de vista do acionista, observe-se o artigo 118, § 2° da LSA. No caso da Usiminas, a existência deste artigo tornava complexa a

---

[30] USIMINAS. Relações com Investidores. Disponível em: <http://ri.usiminas.com/arquivamento-cvm/assembleias-e-reunioes/>

[31] BRASIL. LEI 6.404, de 15 de dezembro de 1976 - Lei das Sociedades Anônimas. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Palácio do Planalto Presidência da República**, Brasília, DF, 15 dez. 1976. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm>.

situação sob a ótica da Nippon Steel, visto que esta acionista acabou por orientar seus conselheiros a votarem de modo diverso ao que fora decidido em reunião prévia. O raciocínio por trás da decisão desta acionista era simples - a Nippon Steel poderia ser responsabilizada futuramente por abuso no poder de controle, com base no artigo 117, §1º, LSA, caso simplesmente cumprisse, sem questionamentos, o decidido na reunião prévia anterior.

Para os membros do Conselho que tomaram conhecimento do recebimento de verbas indevidas, em descompasso com as normas estatutárias e legais, existia o risco de responsabilização, com base no artigo 158, §1º da LSA. Os conselheiros indicados pela acionista Nippon chegaram a lançar mão deste argumento em sua manifestação de voto, a fim de se desvincularem da decisão tomada em reunião prévia. O entendimento ficou registrado na ata de RCA. Ou seja, quando da reunião do conselho de administração do dia 25 de setembro de 2014[32], os membros do conselho tinham diante de si este conjunto de normas legais (contraditórias) e estatutárias, além do próprio acordo de acionistas. Prova de que a situação dos conselheiros não era fácil foi a pressão exercida pelo grupo Ternium/Tenaris, que insistiu para que os membros do conselho indicados pelo bloco de controle votassem em consonância com a decisão da reunião prévia.

Logo depois da reunião do Conselho do dia 25 de setembro de 2014, o ex-presidente da CVM, Marcelo Trindade, que atuou como advogado do grupo Ternium/Tenaris, afirmou que a interpretação da Nippon Steel do artigo 118 seria danosa ao País por gerar um ambiente de instabilidade a contratos privados. Para o advogado do grupo TT, não deveria haver diferença entre seguir o acordo de acionistas e agir no melhor interesse da empresa. A posição do grupo Ternium/Tenaris neste imbróglio era convergente com a opinião de grandes juristas brasileiros, como Nelson Eizirik, que estudamos também neste trabalho.

[32] USIMINAS. Relações com Investidores. Disponível em: <http://ri.usiminas.com/arquivamento-cvm/assembleias-e-reunioes/>

Após a realização da Reunião Prévia de setembro de 2014, o grupo Ternium/Tenaris ingressou com uma ação cautelar na Vara Empresarial de Belo Horizonte (MG) contra o grupo Nippon, pretendendo a suspensão da eficácia do afastamento dos diretores deliberado em reunião do conselho de administração, e que se determinasse que a Junta Comercial do Estado de Minas Gerais se abstivesse de arquivar e registrar a ata referente à RCA. O grupo TT realizou pedido de antecipação de tutela visando à suspensão da realização da Reunião do RCA marcada para o dia 25 de setembro de 2014. Este pedido foi indeferido pelo juízo de primeiro grau em decisão fundamentada, antes mesmo da reunião do RCA. Após a realização da reunião da RCA da Usiminas, no dia 25 de setembro de 2014[33], o juízo de primeiro grau manteve a decisão anterior, no sentido de não suspender a eficácia do afastamento dos diretores, deliberado no Conselho de Administração.

Descontente com a decisão de primeira instância, o grupo TT interpôs um agravo de instrumento contra a decisão proferida pelo Juiz de Direito da 1ª Vara Empresarial da Comarca de Belo Horizonte. Por dois votos a um, os desembargadores negaram o recurso da Ternium/Tenaris, criando-se assim um importante precedente judicial no que concerne à vinculação dos conselheiros de administração aos termos do acordo de acionistas. A função fiscalizatória do conselho bem como sua intenção de buscar o melhor interesse da Companhia prevaleceram sobre o mero acatamento de uma decisão anterior dos controladores, na reunião prévia e no âmbito do acordo de acionistas, de modo que atendeu melhor à finalidade de diligência do Conselho de Administração e preservou sua independência como órgão societário, acima da vinculação literal ao corpo do Acordo de Acionistas.

3.2 CASO IRB

O IRB Brasil Resseguros S.A. (IRB) foi fundado em 1939 e é a maior companhia do setor no País. Considerada até o início de 2020 uma das empresas de melhor investimento no mercado, a companhia apresentou entre os anos de 2016 e 2019 um

[33] USIMINAS. Relações com Investidores. Disponível em: <http://ri.usiminas.com/arquivamento-cvm/assembleias-e-reunioes/>

crescimento consistente com aumento acumulado do patrimônio de 8,7%, crescimento das receitas em 12,3%, Ebitda (+20,1%) e lucros crescentes a 20%[34].

Em 2018, as ações do IRB tiveram um crescimento de 157%, ao passo que no ano seguinte a ação teve valorização superior à do Ibovespa (31,58%), chegando a atingir o percentual de 44,42%.

Entretanto, em 2 de fevereiro de 2020, a gestora Squadra Investimentos – Gestão de Recursos Ltda. (Squadra) divulgou uma carta questionando os lucros extraordinários da companhia. Sem perder tempo, o IRB fez uma réplica ao mercado[35]/[36], reforçando que todos os dados são auditados internamente, e no dia 10 de fevereiro de 2020 acusou a Squadra de *insider trading* (prática ilegal de uso de informações privilegiadas).

Nesse interregno de tempo, as ações do IRB caíram do patamar de R$ 40,00 para R$ 30,00, bem como a resposta do mercado com a situação da Squadra não foi favorável e deu lugar a outras aberrações da governança coorporativa.

Em 28 de fevereiro de 2020, as lideranças do IRB (Diretor Presidente e Diretor Financeiro) afirmaram que a *Berkshire Hathaway*, gestora do megainvestidor Warren Buffet, estaria interessada em investir no IRB[37]. Logo em 3 de março de 2020, Buffet desmentiu o fato ao mercado, bem como afirmou: “Não tenho, nunca tive, nem penso ter participação no IRB”.

---

[34] RIVAS, Katherine. Reportagem InvestNews IRB Brasil. A empresa já chegou ao fundo do poço. Especialistas respondem. **InvestNews,** São Paulo, 11 jun. 2020. <<https://investnews.com.br/negocios/irb-brasil-a-empresa-ja-chegou-ao-fundo-do-poco-especialistas-respondem>/

[35] IRB. Comunicado ao Mercado. Comunicado ao Mercado_03 de fevereiro de 2020_Reforço Demonstrações Financeiras. Disponível em <<https://ri.irbre.com/servicos-aos-investidores/central-de-downloads/>

[36] IRB. Comunicado ao Mercado. Comunicado ao Mercado_04 de fevereiro de 2020_Resposta Carta Squadra. Disponível em <<https://ri.irbre.com/servicos-aos-investidores/central-de-downloads/>

[37] IRB. Comunicado ao Mercado. Conclusão investigação. Disponível em: <<https://ri.irbre.com/servicos-aos-investidores/central-de-downloads/>

Após esses acontecimentos, as ações do IRB tiveram uma queda de 25% - passaram a serem avaliadas em R$ 28,00 - e diversos membros do conselho e da diretoria, incluídos o diretor presidente e o diretor financeiro do IRB, renunciaram a seus cargos[38][39]. Com a onda de pedidos de demissão, as ações recuaram mais um pouco - caíram de R$ 28 para R$ 19,05.

No dia 11 de maio de 2020, a Superintendência de Seguros Privados (Susep) abriu uma investigação contra o IRB por insuficiência de provisões. Em 26 de maio de 2020, a CVM abriu dois inquéritos para investigar o conflito de interesses com a Squadra e a falta de transparência na divulgação de informações da companhia, os quais geraram dois Inquéritos Administrativos[40].

Nessa fase inicial, o órgão regulador do mercado de capitais pede informações à companhia. Caso fossem encontradas irregularidades ao longo da apuração, a área técnica CVM poderia abrir um inquérito - se precisasse aprofundar a investigação - ou formular acusação em um processo sancionador contra a companhia ou quem considerasse que tivesse violado alguma de suas normas no caso. O episódio entre o IRB e a gestora Squadra também é alvo de processos na autarquia.

Ainda em maio de 2020, o IRB indicou para o conselho Ellen Gracie, ex-ministra do STF; entretanto, a maioria dos membros do conselho renunciou ao

---

[38] IRB. Comunicado ao Mercado de 28 de fevereiro de 2020. Renúncia Presidente do Conselho. Disponível em: <<https://ri.irbre.com/servicos-aos-investidores/central-de-downloads/>

[39] IRB. Comunicado ao Mercado. IRB_04.03.2020_renúncia conselho e FR IRB_20.04.2020_renúncia conselho. Disponível em: <<https://ri.irbre.com/servicos-aos-investidores/central-de-downloads/>

[40] TOLOTTI, Rodrigo. CVM abre 2 inquéritos contra o IRB Brasil para investigar irregularidades apontadas pela Squadra. **Infomoney,** São Paulo, 26 mai. 2020. Disponível em: <<https://www.infomoney.com.br/mercados/cvm-abre-2-inqueritos-contra-o-irb-brasil-para-investigar-irregularidades-apontadas-pela-squadra/>

cargo[41]. Acerca dos Inquéritos Administrativos instaurados na CVM[42], temos (i) IA CVM nº 19957.003611/2020-91[43] e o (ii) IA CVM nº 19957.003612/2020-35.

O primeiro inquérito é referente à apuração de eventuais irregularidades relacionadas a operações na B3 – Bolsa de Valores, envolvendo ações ordinárias de emissão do IRB e seus derivativos, no período de 1º de janeiro a 31 de março de 2020.

Este inquérito é oriundo do Processo Administrativo 19957.002942/2020-11, aberto em 23 de abril de 2020 pela Gerência de Acompanhamento de Mercado 2 (GMA2/SMI), para avaliação das operações na B3 envolvendo ações ordinárias de emissão do IRB e seus derivativos, em decorrência: (i) da queda observada na cotação das ações de emissão do IRB após a divulgação da Squadra; (ii) de suposto conflito de interesse, inclusive publicamente admitido pela Squadra, vez que mantém investimentos *short* nas ações de emissão do IRB; e (iii) dos eventos subsequentes que reforçaram a queda da cotação das ações de emissão da companhia, culminando com a renúncia de José Carlos Cardoso, Presidente, e Fernando Passos, Vice-Presidente Executivo, Financeiro e de Relações com Investidores, em 4 de março de 2020.

Após as diligências realizadas, a GMA-2 (Gerência de Acompanhamento de Mercado 2) da SMI (Superintendente de Relações com o Mercado e Intermediários) propôs à Superintendência Geral (SGE) a instauração de Inquérito Administrativo. O segundo inquérito, por sua vez, tem como objeto a apuração de eventuais

---

[41] IRB. Serviços aos investidores. RCA_12 de julho de 2020_Eleição Ellen Gracie. Disponível em: <<https://ri.irbre.com/servicos-aos-investidores/central-de-downloads/>

[42] CVM. Comunicado CVM. Informações relativas ao IRB. Disponível em: <<https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/informacoes-relativas-a-companhia-irb-brasil-resseguros-sa-69ffdcc8e5f747828fb09c4e69c35aef.>

[43] BRASIL. CVM – Comissão de Valores Mobiliários. Decisão Colegiada. PROCESSOS ADMINISTRATIVOS CVM Nº SEI 19957.003612/2020-35 e 19957.003611/2020-91. Diretor: Gustavo Machado Gonzalez. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2020/20200908/1905_20_VotoDGG.pdf>

irregularidades relacionadas à divulgação de informações por parte do IRB e seus administradores.

Este inquérito é oriundo de dois processos administrativos, Processo Administrativo 19957.011072/2019-20, aberto em 9 de dezembro de 2019 pela Gerência de Relações com Empresas 5 (GEA5/SEP), e Processo Administrativo 19957.001517/2020-05, aberto em 2 de março de 2020 pela GEA5/SEP.

O Processo Administrativo 19957.011072/2019-20 teve como ponto focal a conformidade das demonstrações financeiras da companhia aberta IRB às normas contábeis e regulatórias vigentes. Ao passo que o Processo Administrativo 19957.001517/2020-05 tinha por finalidade verificar, à luz das disposições constantes da Instrução CVM nº 358/02 e da Lei nº 6.404/76, a regularidade de informações divulgadas pelo IRB a respeito das alterações ocorridas na administração da companhia, a suposta disseminação seletiva de informações a investidores e a possível propagação de informações inverídicas acerca da composição de seu capital social.

Após as diligências realizadas, a GEA-5/SEP propôs à Superintendência Geral (SGE) a instauração de Inquérito Administrativo. Ambos os Inquéritos Administrativos citados acima estão em fase de instrução na Superintendência de Processos Sancionadores (SPS), não sendo possível, no momento, prestar informações adicionais[44-45].

3.3 CASO GOL-SMILES

[44] CVM. Comunicado CVM. Informações relativas ao IRB. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/informacoes-relativas-a-companhia-irb-brasil-resseguros-sa-69ffdcc8e5f747828fb09c4e69c35aef>

[45] CVM. Manifestação Técnica. Decisão do Colegiado. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2020/20201103/1905_20.pdf>

Em 07 de dezembro de 2019, a Smiles Fidelidade S/A (Smiles) divulgou fato relevante ao mercado, comunicou o recebimento de Proposta de Reorganização Societária que resultaria na migração dos acionistas da Smiles para a base acionária da Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A. (Gol), mediante operações de incorporação de ações da Companhia pela Gol Linhas Aéreas S.A. (GLA), e desta pela Gol[46].

Considerando a epidemia causada pelo Covid-19 desde 30 de janeiro de 2020, que passou a ser classificada como pandemia em 11 de março de 2020, a Gol, por meio de fato relevante divulgado em 13 de março de 2020, comunicou o cancelamento da reorganização iniciada em 2019[47].

Em 28 de abril de 2020, com a divulgação do formulário ITR (Informações Trimestrais) da Smiles, pôde-se verificar que poucos dias antes do cancelamento da operação de Reorganização Societária, iniciada em 2019, haviam sido celebradas duas operações de adiantamento a fornecedor, em 03 e 10 de março de 2020, totalizando-se uma transferência de caixa da Smiles para a Gol no valor de R$ 425 milhões, e pactuada em contrapartida uma remuneração correspondente à taxa de 115% do CDI[48].

Nessas operações foram descumpridas as disposições previstas no artigo 16, itens (ii), (ii), e parágrafos 1º e 2º, do Estatuto Social da empresa, que exigiam a prévia aprovação de Comitê Independente e do Conselho de Administração da Companhia, devido aos efeitos da pandemia do Covid-19 sobre o risco de crédito da Gol e custo de captação de dívida.

---

[46] SMILES. Edital de pedido público de procurações e anexos. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/5670c94c-aa5b-4ed0-ac4d-937b05238c0a/e8805f11-e77a-7e6d-7928-485c1f3e2226?origin=1>

[47] SMILES. Edital de pedido público de procurações e anexos. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/5670c94c-aa5b-4ed0-ac4d-937b05238c0a/e8805f11-e77a-7e6d-7928-485c1f3e2226?origin=1>

[48] SMILES. Edital de pedido público de procurações e anexos. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/5670c94c-aa5b-4ed0-ac4d-937b05238c0a/e8805f11-e77a-7e6d-7928-485c1f3e2226?origin=1>

Ademais, não fora cumprida a obrigação de divulgação de comunicado ao mercado sobre operação entre partes relacionadas, na forma exigida pelo artigo 30, inciso XXXIII, e no Anexo 30-XXXIII da Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009 (ICVM 480).

Em 06 de julho de 2020, nova operação de adiantamento a fornecedor foi realizada entre Smiles e Gol, no montante de R$ 1,2 bilhão. De acordo com o fato relevante divulgado, foi estabelecida remuneração de 115% do CDI, bem como estipulado em favor da Smiles o desconto de 11% até 31 de dezembro de 2020 sobre preço das passagens praticado entre Gol e Smiles; foram ainda previstos "benefícios" que se materializariam ao longo dos anos seguintes (inventário mínimo de passagens na tarifa promocional até 2023, entre outros.)[49-50].

As operações de adiantamento a fornecedor realizadas em meio à pandemia, que resultaram na transferência de 1,625 bilhão do caixa da Smiles à Gol, foram questionadas por diversos agentes de mercado.

Em 20 de agosto de 2020, foi realizada AGE a requerimento dos Fundos, para deliberar sobre a propositura de ação de responsabilidade civil contra os administradores da Smiles em decorrência de prejuízos causados pelas operações de adiantamento realizadas. Entretanto, a propositura da ação foi reprovada devido ao voto em condição de conflito de interesses da própria Gol[51].

---

[49] SMILES. Relações com Investidores. Fato Relevante de 06 de julho de 2020 - Aprovação da Reorganização Societária pelo Conselho. Disponível em: <https://ri.smiles.com.br/servicos-ri/central-de-downloads/>

[50] AMEC. Associação de Investidores no Mercado de Capitais. Opnião Amec Gol – Smiles Conflitos. Históricos entre Acionistas, Operações com Partes Relacionadas e o Papel dos Minoritários. Disponível em: <https://www.amecbrasil.org.br/wp-content/uploads/2020/07/Opiniao-Amec-Caso-Gol-e-Smiles.pdf>

[51] SMILES. Relação com Investidores. AGE 20 de agosto de 2020 - Ação de Responsabilidade Civil. Disponível em: <https://ri.smiles.com.br/servicos-ri/central-de-downloads/>

Caso a Gol, detentora de 65,30 milhões de ações, não tivesse votado, a matéria em questão teria sido aprovada por acionistas, representando mais de 8,76 milhões de ações e rejeitada por cerca de 6,85 milhões de ações.

Segundo pedido público de procuração da Smiles, datado de 23 de fevereiro de 2021[52], no contexto acima descrito, eventual aprovação da reorganização resultaria na consumação da apropriação pela Gol de parcela substancial do caixa da Smiles sem qualquer contrapartida, tendo, ademais, as operações de adiantamento a fornecedor afetado negativamente o valor de mercado da Companhia.

Como consequência - mesmo a despeito do fato de a Gol ter amargado entre 01 de janeiro e 30 de setembro de 2020 prejuízo de R$ 6 bilhões contra o lucro registrado pela Companhia de R$ 106 milhões no mesmo período -, a nova tentativa de incorporação prevê termos ainda piores aos acionistas da Smiles do que aqueles previstos na proposta anterior.

Em 07 de dezembro de 2020, a Smiles divulgou fato relevante comunicando ao mercado a nova Proposta de Reorganização conjunta apresentada pela Gol e pela GLA[53]. Dois dias depois, os Fundos apresentaram pedido de convocação de AGE à Smiles, requerendo deliberar sobre a constituição de Comitê Especial Independente, na forma do Parecer de Orientação nº 35 da CVM, para negociar os termos e condições da Proposta de Reorganização.

---

[52] SMILES. Edital de pedido público de procurações e anexos. Disponível em <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/5670c94c-aa5b-4ed0-ac4d-937b05238c0a/e8805f11-e77a-7e6d-7928-485c1f3e2226?origin=1>

[53] SMILES. Relação com Investidores. Fato Relevante de 07 de dezembro de 2020. Incorporação de Ações. Disponível em: <https://ri.smiles.com.br/servicos-ri/central-de-downloads/>

No dia 10 de dezembro de 2020, foi aprovada a constituição de Comitê Independente pelo Conselho[54]. O pedido de convocação de AGE apresentado pelos Fundos foi reputado prejudicado.

No final do mês de dezembro de 2020, em resposta a novo pedido de convocação de AGE formulado pelos Fundos, o Conselho de Administração da Companhia reafirmou seu entendimento de que o pedido anterior de convocação de AGE restou prejudicado ante à constituição do Comitê Independente, dando-se seguimento à convocação de AGE para deliberar sobre a propositura de ação de responsabilidade civil contra os membros do Conselho de Administração pelos prejuízos decorrentes da operação de adiantamento à Gol, no valor de R$ 1,2 bilhão[55].

Seguindo as determinações do fato relevante da Smiles de 18 de janeiro de 2021, o Conselho dissolveu o Comitê Independente, sob o argumento da necessidade de conclusão urgente da Reorganização Societária; não seria possível dar seguimento ao trabalho do Comitê Independente[56].

No dia 09 de fevereiro de 2021, foram realizadas as reuniões do Conselho Fiscal e do Conselho de Administração sobre a Proposta de Reorganização Societária, nas quais as manifestações de voto do Conselheiro Independente, Sr. Rogério Rodrigues Bimbi, e do Conselheiro Fiscal, Sr. Ricardo Magalhães Gomes, relatam irregularidades acerca do processo de análise e discussão da Proposta de Reorganização[57].

---

[54] SMILES. Relação com Investidores. Comunicado ao Mercado de 10 de dezembro de 2020 - Nomeação de Membros do Comitê Especial Independente. Disponível em: <https://ri.smiles.com.br/servicos-ri/central-de-downloads/>

[55] SMILES. Relação com Investidores. AGE de 05 de fevereiro de 2021 - Ação de Responsabilidade Civil. Disponível em: <https://ri.smiles.com.br/servicos-ri/central-de-downloads/>

[56] SMILES. Relação com Investidores. Fato Relevante Gol de 18 de janeiro de 2021_Correpondencia com Conselho da Smiles. Disponível em <https://ri.smiles.com.br/servicos-ri/central-de-downloads/>

[57] SMILES. Relação com Investidores. Ata Conselho Fiscal de 09 de fevereiro de 2021 - Reorganização Societária. Disponível em: <https://ri.smiles.com.br/servicos-ri/central-de-downloads/>

Em 18 de fevereiro de 2021 foi realizada AGE convocada pelos Fundos, a fim de deliberar sobre: constituição de Comitê Independente e eleição dos membros do Comitê Independente que caibam aos acionistas. A constituição de Comitê Independente foi vetada pela Gol[58].

No âmbito da CVM, diversos pedidos de prorrogação e adiamento de prazo e de adiamento das Assembleias foram formulados pelos fundos, de acordo com os fatos acima citados. De modo geral, os acionistas minoritários argumentavam em seus pedidos [59, 60 e 61]: (i) manipulação de mercado (infração à ICVM 08); (ii) rescisão do contrato operacional; (iii) mudança súbita de posicionamento sobre plano de negócios da SMILES; (iv) ausência de consulta ao conselho de administração e a executivos da Companhia; (v) abuso de poder de controle (infração à ICVM 323 e artigo 117 da Lei nº 6.404/90), entre outros.

Entretanto, o Colegiado da CVM tem decidido em sentido favorável à Companhia e à Gol - indeferiu os pedidos de interrupção e prorrogação das Assembleias e sugeriu ainda a instauração de processo de reclamação de investidor próprio.

O cenário, no entanto, começa a mudar no dia 30 de março de 2021, visto que a Smiles e a Gol publicaram novo aviso de operação com partes relacionadas informando que o objeto seria a aquisição, pela Smiles, de créditos da GLA para

---

[58] SMILES. Relação com Investidores. AGE de 18 de fevereiro de 2021_Comite Independente. Disponível em: <https://ri.smiles.com.br/servicos-ri/central-de-downloads/>

[59] BRASIL. CVM – Comissão de Valores Mobiliários. Decisão Colegiada. RECURSO CONTRA INTERPRETAÇÃO DADA PELA SEP AO ART. 4º, §4º, DA INSTRUÇÃO CVM Nº 607/2019 – BC GESTÃO DE RECURSOS LTDA. E OUTROS – PROC. SEI 19957.010563/2018-72. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2020/20200303_R1/20200303_D1666.html>

[60] BRASIL. CVM – Comissão de Valores Mobiliários. Decisão Colegiada. PEDIDO DE INTERRUPÇÃO DO CURSO DO PRAZO DE ANTECEDÊNCIA DE CONVOCAÇÃO DE ASSEMBLEIA GERAL EXTRAORDINÁRIA DA SMILES FIDELIDADE S.A. – PROC. SEI 19957.001658/2021-09. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2021/20210311_R1/20210311_D2106.html>

[61] BRASIL. CVM – Comissão de Valores Mobiliários. Decisão Colegiada. PEDIDO DE INTERRUPÇÃO OU SUSPENSÃO DO CURSO DO PRAZO DE ANTECEDÊNCIA DE CONVOCAÇÃO DE ASSEMBLEIA GERAL EXTRAORDINÁRIA DA SMILES FIDELIDADE S.A. – PROC. SEI 19957.001413/2020-92. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2020/20200303_R1/20200303_D1740.html>

utilização futura na aquisição de passagens aéreas de emissão da GLA. O valor total da Operação é de R$ 300 milhões. Esse total se soma ao R$ 1,625 bilhão de 2020[62].

A Smiles compra antecipadamente passagens da Gol para entregar aos usuários nas trocas de milhas acumuladas. O uso de pontos para viagens de avião representa 90% das vendas da empresa[63].

Apesar de operações do gênero serem preocupantes no ponto de vista dos minoritários, a Smiles tem andado na direção diametralmente oposta destes acionistas, mostrando-se preocupada com a situação financeira de sua Controladora.

A operação de adiantamento acima mencionado replica as condições negociadas em julho de 2020, entretanto, os trâmites de governança do grupo foram seguidos. A operação foi submetida ao comitê de transações com partes relacionadas, formado apenas por membros independentes; inclusive, Rogério Bimbi, membro independente do conselho da Smiles que já criticou a relação com a controladora Gol em outros momentos no passado, também votou a favor do negócio de R$ 300 milhões[64].

No dia 24 de abril de 2021, a Gol confirmou que a reorganização societária com a Smiles havia sido aprovada em Assembleia Geral Extraordinária (AGE), e em 07 de maio de 2021, a Smiles publicou: (i) o aviso aos Acionistas; (ii) Fato Relevante; e (iii)

[54 e 55] VALENTI, Graziella. Pandemia: Smiles antecipa R$ 300 mi à Gol por ver grupo em risco. **Revista Exame.** São Paulo, 21 mar. 2021. Disponível em: <https://exame.com/exame-in/pandemia-smiles-antecipa-r-300-mi-a-gol-por-ver-grupo-em-risco/>

[64] VALENTI, Graziella. Pandemia: Smiles antecipa R$ 300 mi à Gol por ver grupo em risco. **Exame.** São Paulo, 21 mar. 2021. Disponível em: <https://exame.com/exame-in/pandemia-smiles-antecipa-r-300-mi-a-gol-por-ver-grupo-em-risco/>

a Ata da Reunião do Conselho de Administração que aprovou a reorganização aqui mencionada[65][66][67].

Com isso, fica aprovada a migração da base acionária da Smiles para a Gol - acrescenta a empresa em comunicado ao mercado. A Gol teve que elevar sua oferta para os acionistas da Smiles para um preço implícito de R$ 27 por ação, de forma que os acionistas da gestora do programa de milhagem vão receber, por ação ordinária que possuírem, R$ 9,14 e 0,6601 ação da Gol; ou R$ 22,54 e 0,1650 ação da Gol, a critério dos acionistas, que, "neste último caso, deverão exercer a opção na forma descrita na Seção 3 do Protocolo e Justificação", acrescenta a empresa, ao detalhar as opções de relação de troca[68].

3.4 CASO QUALICORP

O caso envolve a celebração, sem o conhecimento dos acionistas minoritários, de um Contrato de Assunção de Obrigação de Não Alienação de Ações e Não Competição de Negócios ("Contrato") que previa a obrigação da Qualicorp de pagar ao seu Diretor Presidente ("J.S.F.") o valor total e líquido de R$ 150.000.000,00 (cento e cinquenta milhões de reais), à vista, a título de indenização pela não competição com a companhia.

Em contrapartida, ele se obrigou a: (i) não alienar 13.652.913 ações ON, quantidade sujeita a determinados ajustes (de modo que a quantidade de ações

---

[65] SMILES. Relação com investidores. Aviso aos Acionistas Informações sobre a Reorganização Societária de 07 de maio de 2021. Disponível em: <https://ri.smiles.com.br/servicos-ri/central-de-downloads/>

[66] SMILES. Relação com Investidores. Fato Relevante de 24 de março de 2021. Disponível em: <https://ri.smiles.com.br/servicos-ri/central-de-downloads/ >

[67] SMILES. Relação com Investidores. Ata Da Reunião do Conselho de Administração de em 7 de maio de 2021. <https://ri.smiles.com.br/servicos-ri/central-de-downloads/ >

[68] OLIVEIRA, Isaac de. **Incorporação da Smiles pela Gol é aprovada: como ficam os papéis da aérea?** Estadão on-line. São Paulo, 25 mar. 2021. Disponível em: <https://einvestidor.estadao.com.br/mercado/incorporacao-smiles-gol-acoes>

sujeitas a restrição corresponda a um valor de mercado de 150% do valor indenizado, i.e., R$ 225 milhões) ao longo do tempo; (ii) não competir com negócios da companhia; e (iii) não solicitar a qualquer cliente, fornecedor, distribuidor ou qualquer pessoa que saia de seu emprego ou deixe de prestar serviços à companhia.

O Contrato ainda dispunha que: (i) o prazo de vigência da obrigação de não competição era passível de ser estendido por 2 (dois) anos, mediante pagamento de indenização adicional entre R$ 31 milhões e R$ 50 milhões; (ii) o descumprimento da obrigação assumida por J.S.F. o sujeitaria a multa de 150% do valor da indenização; e (iii) J.S.F. poderia se exonerar das obrigações assumidas, restituindo proporcionalmente o valor recebido, nas hipóteses de: (a) aquisição hostil do controle acionário da QUALICORP ou (b) destituição do Conselho de Administração por iniciativa de acionistas, nos termos do artigo 123, parágrafo único, “c”, da LSA[69].

O fato e sua problemática desagradaram tanto acionistas minoritários - que tendo em vista o valor em questão, em uma negociação feita sem a sua participação ou anuência sob o argumento do interesse dos acionistas, se sentiram prejudicados - quanto o mercado. A Qualicorp, diante disso, anunciou um “*lock-up period*[70]” das ações, o que foi visto como ainda pior pelo mercado, o que levou a ação a cair mais de 30% em uma semana.

No âmbito do processo administrativo para responsabilização dos membros do Conselho de Administração, a Superintendência de Relações com Empresas (“SEP”)

---

[69] BRASIL. LEI 6.404, de 15 de dezembro de 1976 - Lei das Sociedades Anônimas. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Palácio do Planalto Presidência da República**, Brasília, DF, 15 dez. 1976. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm.> Art. 123.Parágrafo único. A assembléia-geral pode também ser convocada:
c) por acionistas que representem cinco por cento, no mínimo, do capital social, quando os administradores não atenderem, no prazo de oito dias, a pedido de convocação que apresentarem, devidamente fundamentado, com indicação das matérias a serem tratadas.

[70] *Lock-up period* é um termo que vem do inglês "travar" ou "trancar". Trata-se de uma previsão contratual que visa evitar que os membros de uma empresa (incluindo gestores, funcionários e investidores pré-IPO) vendam suas ações dessa empresa durante um período determinado. Disponível em: <https://maisretorno.com/portal/termos/l/lock-up>

se manifestou no sentido de que[71]: (i) pois, enquanto administrador da Companhia, J.S.F. está sujeito ao dever de não concorrência, sendo a remuneração um ato de liberalidade; (ii) o benefício da Companhia com o Contrato seria análogo a um seguro que a protege contra a hipótese específica de J.S.F. decidir desligar-se da Qualicorp e, além disso, atuar em sociedade concorrente nos seis anos seguintes; (iii) o Contrato tem o potencial de induzi-lo a se abster de atuar como concorrente, o que indica a natureza remuneratória do Contrato, na medida em que revela o incentivo embutido a sua permanência; (iv) o Conselho de Administração pautar a remuneração de J.S.F. em R$ 24 milhões foi inadequada, tendo em vista que, para o ano de 2018, os acionistas da Companhia aprovaram uma remuneração global para todos os 7 conselheiros e 3 diretores, de cerca de R$ 28,5 milhões; (v) a decisão da Qualicorp de contratar ou não a obrigação de manutenção das ações por uma pessoa - e, por extensão, evidentemente, a decisão de quanto pagar por isso - deve ser pautada pelos benefícios gerados para ela, que não necessariamente correspondem aos custos suportados pela contraparte dessa obrigação; e (vi) o montante não pode ser considerado justo, pois se o desembolso de R$ 150 milhões pela Qualicorp correspondesse a benefícios esperados, o valor da ação deveria permanecer inalterado. No entanto, o que se viu foi uma perda de valor da Companhia de R$ 1,37 bilhão, equivalente a cerca de 30% (trinta por cento) de seu valor original.

A SEP, então, propôs a responsabilização dos membros do Conselho de Administração, por violação, em tese: (i) do artigo 154 caput[72], da Lei n° 6.404/76, por aprovar o Contrato em condições não equitativas, representando benefício ao referido diretor, em desfavor da Companhia; e (ii) do artigo 152, *caput*[73], c/c artigo 154, *caput*,

---

[71] BRASIL. CVM – Comissão de Valores Mobiliários. Decisão Colegiada. Parecer do Comitê de Termo de Compromisso Processo administrativo Sancionador SEI 19957.010505/2018-49. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2019/20191022/1455-19.pdf>

[72] BRASIL. LEI 6.404, de 15 de dezembro de 1976 - Lei das Sociedades Anônimas. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Palácio do Planalto Presidência da República**, Brasília, DF, 15 dez. 1976. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm.> Art. 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.

[73] BRASIL. LEI 6.404, de 15 de dezembro de 1976 - Lei das Sociedades Anônimas. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Palácio do Planalto Presidência da República**, Brasília, DF, 15 dez. 1976. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm.> Art. 152. A assembleia-geral fixará o montante global ou individual da remuneração dos administradores, inclusive benefícios

ambos da Lei n° 6.404/76, por aprovar o Contrato prevendo benefício financeiro superior ao montante aprovado pela AGO, em 27 de abril de 2018.

Em tentativa de solucionar a questão, os membros do Conselho de Administração propuseram a celebração de Termo de Compromisso à CVM. O comitê, em reunião realizada em 13 de agosto de 2019, após esclarecimentos adicionais prestados pela SEP, constatou que: (i) não obstante o fato de, em tese, o Contrato ser prejudicial à Companhia, a informação a seu respeito foi divulgada nas demonstrações financeiras como aquisição de Ativo Intangível; (ii) o Contrato contemplava remuneração em montante muito superior ao aprovado na AGO de 2018, de modo que este valor deveria ser devolvido à companhia, considerando, inclusive, o artigo 152 da Lei nº 6.404/76; (iii) os membros do CA não se dispuseram a levar o assunto a uma assembleia geral específica para ratificação do Contrato, o que seria recomendável no caso de companhia com capital pulverizado; e (iv) embora o Contrato tenha sido aprovado em potencial desfavor da Companhia, " não foi levantado um valor específico do prejuízo sofrido pelos investidores da Companhia".

No mesmo sentido, o Procurador-Chefe da PFE/CVM (Procuradoria Federal Especializada) manifestou-se pela existência de óbice jurídico à celebração do acordo, com base no artigo 11, § 5º, inciso II[74] da Lei n° 6.385/76, em razão da necessidade de indenização à Qualicorp no valor de R$ 150 milhões.

---

de qualquer natureza e verbas de representação, tendo em conta suas responsabilidades, o tempo dedicado às suas funções, sua competência e reputação profissional e o valor dos seus serviços no mercado.

[74] BRASIL. LEI 6.385, 7 de dezembro de 1976 - Lei das Sociedades Anônimas. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. **Palácio do Planalto Presidência da República**, Brasília, DF, 15 dez. 1976. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm.> Art. 11 § 5º A Comissão de Valores Mobiliários, após análise de conveniência e oportunidade, com vistas a atender ao interesse público, poderá deixar de instaurar ou suspender, em qualquer fase que preceda a tomada da decisão de primeira instância, o procedimento administrativo destinado à apuração de infração prevista nas normas legais e regulamentares cujo cumprimento lhe caiba fiscalizar, se o investigado assinar termo de compromisso no qual se obrigue a:
II - corrigir as irregularidades apontadas, inclusive indenizando os prejuízos

Além disso, o Comitê destacou que, além do óbice jurídico, seu parecer levou em consideração as demais características do caso concreto, razão pela qual reiterou a recomendação pela rejeição das propostas de celebração de termo de compromisso.

O Colegiado da CVM[75] entendeu que o montante de R$ 150 milhões pago ao Diretor Presente, nos moldes do Contrato celebrado com a companhia, estava em manifesta contradição com o interesse social da companhia. Dessa forma, interveio na relação jurídica em questão - qualificou tal valor como benefício particular ao próprio diretor presidente e decidiu que esse deveria ser restituído à companhia.

3.5 CASO LINX-STONE

O caso se inicia quando, em agosto de 2020, a StoneCo anuncia acordo vinculante para unir sua área de software com a Linx S.A., numa transação em dinheiro e transferência de ações avaliada em R$ 6,4 bilhões.

No acordo fechado com a Stone, os fundadores da Linx - que também estão no conselho de administração - se comprometeram a votar a favor da operação, com fundamento no interesse da companhia, desde que não houvesse impedimento legal. Em contrapartida, os acionistas minoritários se sentiram prejudicados em relação à celebração de contrato com cláusula de *non-compete*[76], prêmio de controle que não se estenderia aos minoritários e contratação do CEO da Linx, Sr. Alberto Menache, para presidência do conselho de administração da Stone.

---

[75] BRASIL. CVM – Comissão de Valores Mobiliários. Decisão Colegiada.. ATA DA REUNIÃO DO COLEGIADO Nº 40 DE 22.10.2019. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2019/20191022_R1.html>

[76] *Non Compete* é uma cláusula contratual que visa impedir que um funcionário desligado seja contratado por uma concorrente direta ou, ainda, comece um negócio novo com a intenção de competir diretamente com a empresa em que trabalhava. Disponível em: <https://maisretorno.com/portal/termos/n/non-compete>

Conforme histórico contido no Relatório Nº 083/2020-CVM/SEP/GEA-4[77], em 16 de outubro de 2020 foi enviado o Ofício nº 185/2020/CVM/SEP/GEA-4, por meio do qual a Superintendência de Relação com Empresas (SEP), em resposta à consulta formulada pela companhia, entendeu que os acionistas fundadores da Linx estariam impedidos de votar na assembleia geral extraordinária convocada para 17 de novembro de 2020. Esse impedimento se originou na configuração de benefício particular na operação, nos termos do artigo 115, §1º, da Lei nº 6.404/76[78], em decorrência da celebração dos contratos de indenização por não concorrência e da proposta de contratação do acionista controlador.

Em 13 de novembro de 2020, o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) julgou o Processo Administrativo CVM SEI nº 19957.005563/2020-75[79], que teve origem em recurso apresentado contra o posicionamento da SEP.

No entendimento da SEP, o impedimento de voto decorreria da percepção de benefício particular pelos acionistas fundadores, uma vez que estes, em razão da operação de incorporação de ações, celebrariam contratos de não concorrência e de consultoria com a incorporadora (contratos acessórios), sendo remunerados pelas obrigações assumidas.

---

[77] BRASIL. CVM – Comissão de Valores Mobiliários. Decisão Colegiada. Relatório nº 083/2020-CVM/SEP/GEA-4. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2020/20201113/1979_20_SEP.pdf>

[78] BRASIL. LEI 6.404, de 15 de dezembro de 1976 - Lei das Sociedades Anônimas. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Palácio do Planalto Presidência da República**, Brasília, DF, 15 dez. 1976. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm.> 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.

[79] BRASIL. CVM – Comissão de Valores Mobiliários. Decisão Colegiada. Decisão do Colegiado de 13.11.2010. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2020/20201113_R1/20201113_D1979.html>

Por sua vez, os acionistas fundadores da Linx argumentaram que o benefício decorrente dos contratos acessórios não estava ligado à condição de acionista, nem mesmo decorria diretamente da decisão da assembleia, razão pela qual as contraprestações recebidas não poderiam se qualificar como benefício particular para fins de impedimento de voto nos termos da Lei das SA.

Em sentido contrário, a SEP sustentou que *"não caberia entender a hipótese de benefício particular prevista no artigo 115, parágrafo 1º, da LSA como restrita a benefícios recebidos na condição de acionistas, seja porque não há nada na letra da lei que restrinja essa interpretação, seja porque o próprio art. 109 já prevê que as ações de cada classe conferirão iguais direitos aos seus titulares*". A deliberação em assembleia que pretendesse conferir direitos especiais a certos acionistas, nessa condição de acionista, não seria admissível de acordo com o art. 109 da LSA[80].

Ainda para a SEP:

> Em que pese os compromissos de não concorrência e a proposta de contratação do acionista controlador não serem, por si só, objeto de deliberação em assembleia, tais acordos são condição essencial à operação, se originam justamente da proposta da STONE de incorporar a LINX, havendo, portanto, uma inegável relação direta e intrínseca entre o benefício que será auferido e a operação a ser deliberada em AGE. Não se trata de uma situação circunstancial e incerta que pode vir, eventualmente, a gerar uma conjuntura que beneficie, de alguma forma, o acionista. Pelo contrário, trata-se de contratos firmados no bojo da reestruturação e cujos efeitos só dependem da aprovação em assembleia da operação.

---

[80] BRASIL. LEI 6.404, de 15 de dezembro de 1976 - Lei das Sociedades Anônimas. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Palácio do Planalto Presidência da República**, Brasília, DF, 15 dez. 1976. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm>. Art. 109. Nem o estatuto social nem a assembleia-geral poderão privar o acionista dos direitos de:
I - participar dos lucros sociais;
II - participar do acervo da companhia, em caso de liquidação;
III - fiscalizar, na forma prevista nesta Lei, a gestão dos negócios sociais;
IV - preferência para a subscrição de ações, partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição, observado o disposto nos artigos 171 e 172;
V - retirar-se da sociedade nos casos previstos nesta Lei.
§ 1º As ações de cada classe conferirão iguais direitos aos seus titulares.
§ 2º Os meios, processos ou ações que a lei confere ao acionista para assegurar os seus direitos não podem ser elididos pelo estatuto ou pela assembleia-geral.
§ 3º O estatuto da sociedade pode estabelecer que as divergências entre os acionistas e a companhia, ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários, poderão ser solucionadas mediante arbitragem, nos termos em que especificar.

No âmbito do processo, o Colegiado da CVM, por maioria, julgou procedente o recurso interposto pelos acionistas fundadores, para admitir seus votos na AGE da Linx, com base nos seguintes fundamentos: (i) os contratos acessórios não são objeto de deliberação na AGE, tampouco têm a Linx como contraparte ou interveniente nem geram obrigações ou ônus para a companhia; (ii) os benefícios não decorrem da condição de sócio dos acionistas fundadores e sequer guardam relação com a posição desses acionistas no capital social da Linx; logo, não consubstanciam quebra de igualdade no tratamento dos acionistas, condição necessária para caracterizar a hipótese legal de impedimento de voto; (iii) os contratos acessórios não “nascem” da decisão da assembleia dos acionistas da Linx sobre as matérias da AGE em questão, mas sim da aptidão e expertise dos acionistas fundadores para competir com a Linx, após concluída a operação ou prestar os serviços contratados; (iv) há uma correlação entre a deliberação da assembleia e os contratos acessórios, em razão da conexão para geração de efeitos, mas ainda assim não se caracteriza um benefício direto a que os acionistas darão causa por meio da decisão da assembleia; e (v) a interpretação de que o conceito de benefício particular abrangeria benefícios indiretos, auferidos em razão de contratos de qualquer natureza ou advindos de outras fontes (e não aqueles percebidos na qualidade de acionista), criaria uma interseção demasiado grande entre os conceitos de benefício particular e de interesse conflitante.

Como resultado, o processo reverteu o entendimento da SEP, tendo o Colegiado da CVM declarado que, para os fatos em questão (considerando-se o Relatório SEP e demais conhecidos até a data do julgamento), os acionistas fundadores da Linx não estariam impedidos de votar na AGE convocada para aprovar a operação; não haveria, portanto, definição de benefício particular, tampouco restaria demonstrado, neste momento, conflito de interesses apto a gerar impedimento de voto por parte dos acionistas fundadores.

De acordo com entendimento da CVM em casos similares, o “benefício particular” deve ser entendido de forma restritiva; abrange apenas situações na condição de acionista e cujo benefício seja resultado principal e direto de matéria deliberada em Assembleia, excluindo-se qualquer vantagem indireta.

A doutrina e a jurisprudência da CVM consolidaram o entendimento de que o “benefício particular” capaz de impedir o acionista de votar na assembleia geral deve ser entendido conforme os seguintes critérios: (i) vantagem lícita; (ii) diretamente decorrente da deliberação a ser tomada; (iii) recebida na condição de acionista; (iv) não conferida de forma isonômica aos demais acionistas; e (v) que gere ônus à companhia ou aos demais acionistas.

Ocorre que, no presente caso, conforme sustentaram os acionistas fundadores, não se verificou (i) vantagem recebida na condição de acionista; (ii) vantagem diretamente decorrente da deliberação tomada; nem (iii) vantagem que gere ônus à companhia ou aos demais acionistas.

Além disso, defendem, no presente caso, que o suposto “benefício particular” decorreria da contrapartida por obrigações assumidas nos contratos de *non compete* e na proposta de contratação, documentos em que a Linx não é parte nem figura como interveniente anuente. Nestas circunstâncias, tais contrapartidas não afetariam, portanto, a Linx nem seus acionistas, na medida em que foram negociadas (e, se concretizando a operação, serão pagas) pela STNE e pela StoneCo, partes independentes e desvinculadas da Linx.

Segundo o colegiado da CVM, por maioria, entendeu-se não tratar o caso de hipótese de benefício particular, nos termos do art. 115, §1º da Lei 6.404/76, tampouco restar demonstrado conflito de interesses capaz de gerar impedimento de voto por parte dos acionistas fundadores da Companhia em decorrência da celebração dos contratos de indenização por não concorrência e da proposta de contratação do Sr. Alberto Menache.

Diante disso, a CVM entendeu que os acionistas fundadores da Linx não estariam impedidos de votar na AGE da Companhia convocada para 17 de novembro de 2020 nas deliberações acerca (i) da aprovação do “Protocolo e Justificação de Incorporação das Ações de Emissão da Linx S.A. pela STNE Participações S.A.”; e

(ii) da aprovação da dispensa da realização da oferta pública de aquisição de ações de emissão da Companhia, prevista no artigo 43 do Estatuto Social; sem prejuízo da verificação a posteriori quanto à regularidade do exercício do direito de voto pelos referidos acionistas, nos termos da Lei 6.404/76, inclusive quanto a se os referidos acionistas, ao exercerem seu direito de voto, teriam privilegiado interesses pessoais.

4 ENTREVISTAS COM ESCRITÓRIOS: TRENCHI ROSSI WATANABE, MACHADO MEYER E FTLT

Em entrevista com Bruno von Dreifus, parceiro da área societária do escritório Trenchi Rossi Watanabe, realizada em 22 de março de 2021, discutiu-se o tema dos limites e a conveniência da vinculação dos conselheiros de administração aos acordos de acionistas. O entrevistado compartilha da visão de CARVALHOSA (descrita e comentada na pesquisa doutrinária feita neste artigo), em que há a vinculação de maneira relativa - com limites legais. Segundo Dreifus, é legalmente possível haver a previsão de vinculação dos conselheiros ao acordo de controle, considerando-se particularmente as disposições dos parágrafos 8º e 9º do artigo 118 da SA.

O entrevistado ressalta, entretanto, que a existência do acordo não pode ser justificativa para os conselheiros compactuarem com eventuais ilegalidades em decisões de órgãos colegiados de que participem. O conselheiro tem a obrigação de observar a legislação vis a vis a decisão orientada na reunião prévia e, ao final, o dever fiduciário de preservar o melhor interesse da Companhia, mantendo-se contrário à instrução da reunião prévia dos acionistas, se for assim necessário, cumprindo seu dever de diligência. O entrevistado fez notas aos artigos 115, 116 e 117 da LSA.

As diferentes correntes doutrinárias da autotutela e do mandato legal também foram exploradas na conversa. Na visão do entrevistado, o artigo 118 (parágrafos 8º e 9º) trouxe importante autotutela para preservar a eficácia dos acordos de controle, com a finalidade de fazer cumprir as orientações das reuniões prévias sem a necessidade de buscar uma decisão judicial para tanto e, assim, possibilitar que os

termos acordados sejam privilegiados, sem prejuízo de uma revisão judicial na hipótese de abusos. Importante mencionar, entretanto, que todos os regramentos das reuniões prévias devem estar explícitos nos acordos de acionistas para garantir e documentar a deliberação do bloco e, consequentemente, potencial vinculação dos conselheiros.

Explorou-se também a questão das diferenças das aplicações conceituais em sociedades com capital aberto e fechado: segundo ele, o mesmo conceito deve ser aplicado. A grande diferença é a maior fiscalização existente em companhias abertas (especialmente pela CVM), bem como maior quantidade de acionistas (maior possibilidade de grupos de acionistas com interesses distintos cujos interesses também devem ser privilegiados). O cenário de uma companhia aberta, via de regra, representa uma situação que potencializa os riscos de abusos e danos por eles gerados, exigindo-se maior cautela tanto na efetivação como no exercício dos direitos e termos do acordo de acionistas.

Por fim, o papel da Comissão de Valores Mobiliários - CVM foi debatido. Segundo o entrevistado e sob sua visão, com a revogação da Instrução 323[81] a autarquia federal buscou “tirar as amarras” normativas e se garantir mais flexibilidade para julgar os casos à luz da LSA e dos conceitos de interesse social e abuso do poder de controle nela previstos e amplamente discutidos ao longo dos anos de sua aplicação. Assim, a CVM evitou hipóteses pré-estabelecidas, em favor de uma análise mais casuística à luz dos padrões conceituais previstos na LSA (especialmente nos artigos 116 e 117) legais.

Em entrevista com Clarissa Freitas, do escritório Machado Meyer, realizada em 25 de março de 2021, discutiu-se também o tema dos limites e a conveniência da vinculação dos conselheiros de administração aos acordos de acionistas. A

[81] BRASIL. CVM – Comissão de Valores Mobiliário. Resolução CVM 2. Em 06/08/2020, a Resolução CVM 2 revogou atos normativos e outros atos sem caráter normativo, como parte do processo de revisão e consolidação dos atos normativos, conforme disposto no Decreto nº 10.139, de 28 de novembro de 2019, e altera a Instrução CVM nº 607, de 17 de junho de 2019. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol002.html>.

entrevistada é crítica à vinculação absoluta (sem menção à limites), a vinculação deve caminhar até o limite do conflito em interesse social da Companhia. Deve-se prevalecer sempre o interesse social da Companhia, o objetivo maior da gênese da LSA. Quando houver um conflito entre o interesse social e o acordo de controle, sempre deverá prevalecer o interesse social.

Como exemplo, a questão em que o conselheiro vota num caso de M&A que beneficia o acionista controlador em detrimento dos acionistas minoritários (nesse caso deveria haver um limite do interesse social e da comunidade de acionistas). Quando questionada por conselheiros sobre o tema, sempre sugere seguir o melhor interesse da empresa, mesmo contrariando o acordo de controle, mas orienta também que o conselheiro documente e justifique formalmente o seu voto em separado, para se proteger de eventual litígio futuro. Ela entende igualmente que a simples existência do acordo não pode ser justificativa para os conselheiros compactuarem com eventuais ilegalidades em decisões de órgãos colegiados de que participem.

Quanto às correntes doutrinárias da autotutela e do mandato legal, a entrevistada mostra que é importante a autotutela para dar eficácia aos acordos de controle, com o objetivo de fazer cumprir as orientações das reuniões prévias, o que traz maior segurança jurídica societária. Não havendo grande conflito, as instruções do acordo devem sempre permanecer.

Explorou-se também a questão das diferenças das aplicações conceituais em sociedades com capital aberto e fechado: segundo ela, o mesmo conceito deve ser aplicado. A lei não faz diferença no dever de diligência dos conselheiros entre diferentes companhias. A grande diferença é o maior risco aos administradores em companhias abertas (especialmente a chance de algum questionamento por acionistas minoritários), bem como maior controle exercido por órgãos, tais como CVM e B3.

Finalmente, em entrevista com o advogado Antonio Henrique Noronha, sócio do escritório Faveret Lampert Advogados, em 7 de abril de 2021, debateu-se sobre os limites e a conveniência da vinculação dos conselheiros de administração aos acordos de acionistas. O entrevistado enfatizou o dever fiduciário dos administradores, que sempre devem evitar atos *ultra vires* ou contrários à lei (*contra legem*) e buscar o melhor interesse da companhia. Compartilha também da visão de Carvalhosa, ao acreditar haver a vinculação de maneira relativa, sempre dentro dos limites legais e de melhor interesse da companhia. Segundo Noronha, pode-se fazer um paralelo com a teoria tridimensional do Direito, com três vértices: na base da pirâmide, a legalidade; no centro, o cerne do dever fiduciário (melhor interesse da companhia guiado pelo *business judgement rule*); e no topo, a orientação de voto dos controladores, via acordo de acionistas, que deve respeitar as camadas inferiores descritas (limites intransponíveis).

Debateu-se também sobre os entendimentos doutrinários acerca da autotutela e do mandato legal. Para o entrevistado, se não houver um mecanismo eficaz de autotutela - conforme redação do artigo 118 (parágrafos 8º e 9º) - não haverá base documental para encaminhamento do tema a eventual disputa judicial ou arbitral (interesse de agir). A autotutela é a “tentativa” de autocomposição que permitirá a heterocomposição do conflito por um terceiro (juiz ou painel arbitral), a quem caberá decidir, em último caso, sobre o conflito juridicamente posto.

Tratou-se ainda de eventuais diferenças conceituais da teoria quando aplicada em sociedades de capital aberto ou fechado: segundo Noronha, a lógica é exatamente igual. A diferença é que quanto mais “aberta” a companhia (ex. Novo Mercado/B3), maiores serão os mecanismos de controle e os riscos fiduciários dos administradores, notadamente, os conselheiros.

Por fim, o papel da Comissão de Valores Mobiliários - CVM foi debatido. Segundo o entrevistado, caso falhem os mecanismos internos de controle das companhias (autotutela), a CVM possivelmente será chamada para intervir. Além da

linha jurisprudencial da autarquia, Noronha enfatiza que é necessário sempre observar os posicionamentos consultivos daquela entidade (ex. Pareceres de Orientação), os quais analisam potenciais situações de conflito entre controladores/administradores e recomendam aos fiduciários como se portar nessas situações.

5 CONCLUSÃO

Este artigo procurou esclarecer e aprofundar o paradoxo com que os conselheiros de administração se deparam quando decisões importantes das Companhias são antagônicas entre os interesses dos acionistas do bloco de controle e o interesse social. Pesquisaram-se os limites e a conveniência da vinculação dos conselheiros de administração aos acordos arquivados nas sedes das sociedades, sendo analisados a doutrina, posicionamentos e jurisprudência de casos práticos e apresentados diferentes pontos de vista acerca da matéria, assim como opiniões de sócios de renomados escritórios de advocacia.

Observou-se que o poder de controle de uma sociedade é um **“direito-função”** atribuído ao controlador (ou bloco de controle) para o alcance de algumas finalidades, especificamente as elencadas no artigo 116 da LSA. A existência de um Acordo de Acionistas pode ou não ter objetivo de criar um bloco de controle. Foram exploradas diferentes correntes doutrinárias da autotutela e do mandato legal, por meio de investigação de obras doutrinárias de diversos autores. Abordaram-se, também, diferenças das aplicações conceituais em sociedades com capital aberto e fechado e o posicionamento da CVM em casos práticos.

Observou-se que a discussão ao redor do tema Acordo de Acionistas tem se concentrado em torno de temas aplicativos nos últimos anos. A principal preocupação tem sido a discussão sobre os efeitos, abrangência e consequências dos acordos, tudo precedido pela insubstituível análise de sua natureza jurídica. De acordo com doutrina explorada, há um consenso de que os acordos têm natureza parassocial, ou

seja, reconhece-se uma separação dos acordos da disciplina típica, legal e estatutária, separação na essência e na eficácia.

À medida em que o Conselho de Administração é soberano nos principais temas decisórios, é indispensável que seus membros, bem como os executivos por eles eleitos e empossados, possam trabalhar de forma independente, na busca por sempre atender ao melhor interesse das companhias. Desta forma, o tema trazido neste artigo tem grande potencial para gerar debates, visto que decisões importantes tomadas pelos administradores podem, como estudamos nos casos práticos, contrariar os interesses dos acionistas controladores.

Ainda de acordo com a doutrina analisada, com relação à vinculação dos administradores aos acordos de acionistas, apesar de haver distintas posições doutrinárias, perceberam-se diferentes pontos de vista: vinculação de maneira absoluta, sem menção à limites (através do art. 118 da LSA), ou de maneira relativa, excetuando-se as hipóteses de infração à lei, ao estatuto e ao interesse social e, por último, aqueles desfavoráveis à vinculação - pelo fato de, entre outras razões, os §§ 8º e 9º serem incompatíveis com o regime de governança até então previsto pela LSA. A vinculação não seria, nesse último caso, favorável ao interesse social das companhias, uma vez que concentra o poder em polo único, o que pode levar a abusos e descumprimento de normas, ao se enxergar o papel dos conselheiros de administração independentes como meio de monitoramento dos acionistas controladores.

Percebeu-se que as inclusões dos §§ 8º e 9º no artigo 118 da LSA trazidos pela Lei 10.303/2001 levantaram algumas polêmicas. Com relação ao §9º do artigo 118 da LSA, o referido parágrafo incluiu o tema do direito da parte que se sentir prejudicada, em votação de assembleia ou órgãos de administração, de votar com as ações pertencentes ao acionista ou conselheiro ausente ou omisso. Segundo doutrina explorada, a alteração legal conferiu ao presidente do órgão colegiado a função de zelar pelos acordos. A ideia implícita na legislação seria permitir o exercício harmônico

do **poder-dever** de controle nas instâncias decisórias, com a criação do regime de autotutela e coercibilidade *interna corporis* exercida pelo presidente dos órgãos deliberativos. Esse regime permitiu a criação de uma legitimidade substitutiva, diminuindo-se acesso desnecessário ao Poder Judiciário.

Ao estudarmos as diferenças quanto à abertura de capital, vimos que as sociedades anônimas de capital fechado apresentam características estruturais diferentes daquelas das companhias abertas, razão pela qual a LSA veio estabelecer regimes jurídicos distintos para cada uma delas. Nas companhias fechadas prevalece como elemento principal o *affectio societatis*, que se traduz pela confiança entre sócios e seus administradores constituídos. Seu funcionamento baseia-se no interesse particular e nos vínculos pessoais, como, por exemplo, em sociedades familiares. Por outro lado, nas sociedades abertas há notadamente caráter institucional e até público, com consequente maior risco de eventual vinculação dos conselheiros.

No caso prático da Usiminas, por exemplo, observou-se a criação de um importante precedente judicial no que concerne à vinculação dos conselheiros de administração aos termos dos acordos. Conclui-se, no caso analisado, que a função fiscalizatória do conselho, bem como sua intenção de buscar o melhor interesse da Companhia, prevaleceu sobre o mero acatamento de uma decisão anterior dos controladores, na reunião prévia e no âmbito do acordo de acionistas; atendeu-se melhor à finalidade de diligência do Conselho de Administração ao preservar sua independência como órgão societário acima da vinculação literal ao corpo do Acordo de Acionistas.

Nas entrevistas com sócios de escritórios de advocacia, vimos que geralmente os conselheiros são vinculados aos acordos, mas têm a obrigação de observar a legislação e preservar o melhor interesse da Companhia em primeiro lugar, sendo contrários à instrução da reunião prévia dos acionistas, se necessário, ou seja, estes têm vinculação relativa e limitada. A autotutela, traduzida no artigo 118 da LSA (parágrafos 8º e 9º), trouxe importante instrumento para preservar a eficácia dos

acordos de controle, sem a necessidade de buscar uma decisão na esfera judicial, muitas vezes morosa. Na questão das diferenças das aplicações conceituais em sociedades com capital aberto e fechado, conclui-se que o conceito de vinculação é o mesmo, e a grande diferença identificada entre as modalidades é a maior fiscalização e risco em sociedades abertas. Por fim, quanto ao papel da Comissão de Valores Mobiliários - CVM, caso os mecanismos internos de controle das companhias falhem (autotutela), a autarquia possivelmente será chamada para intervir. Além da ampla linha jurisprudencial da autarquia, faz-se necessário observar os posicionamentos consultivos da entidade nos casos passados, mediante potenciais conflitos presentes.

Ao final, independentemente se em companhias de capital aberto ou fechado, depreende-se que os conselheiros de administração devem **sempre** cumprir seu papel primordial, sejam eles, o zelo pelo **interesse social** e o cumprimento da **legislação**, acima de qualquer interesse de acionistas, majoritários ou minoritários.

REFERÊNCIAS

AMEC. **Associação de Investidores no Mercado de Capitais.** Opnião Amec Gol – Smiles Conflitos. Históricos entre Acionistas, Operações com Partes Relacionadas e o Papel dos Minoritários. Disponível em: <https://www.amecbrasil.org.br/wp-content/uploads/2020/07/Opiniao-Amec-Caso-Gol-e-Smiles.pdf>

BARROSO, Carlos Henrique. A responsabilidade civil do conselheiro de administração e o acordo de acionistas. **Revista dos Tribunais**. vol. 834/2005. p. 44 - 57. Abr / 2005. Doutrinas Essenciais de Responsabilidade Civil. vol. 3. p. 257 - 274. Out / 2011. DTR\2005\321.

BERTOLDI, Marcelo M. **Acordo de Acionistas.** 1. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2006. 238p.

BERTOLDI, Marcelo M. **Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: Comentários à Lei 10.303, de 31.10.2001**. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2002. 240p.

B3 – **Brasil Bolsa Balcão**. Segmentos de Listagem. São Paulo, S. P., 2020. Disponível em: <http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/novo-mercado/>

CARVALHOSA. Modesto. **Acordo de Acionistas: Homenagem a Celso Barbi Filho**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2015. 420p.

COSTA, Rafael Viana de Figueiredo. **O CASO USIMINAS: PARA QUE SERVE O CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO AFINAL?.** 2016. 98f. Dissertação (Trabalho de Conclusão de Curso para bacharel em Direito) – Faculdade de Direito, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro.

CVM – **Comissão de Valores Mobiliários**. Instruções Normativas. São Paulo, S. P., 2020. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes.html>

EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A comentada**. VOLUMES I, II, III e IV. 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2006.

FERREIRA, Geraldo Afonso. **Conselheiro "independente" não garante boa governança.** São Paulo, SP, 2020. Disponível em <https://capitalaberto.com.br/secoes/artigos/conselheiro-independente-nao-garante-boa-governanca>.

GOMES, José Ferreira. Os acordos de acionistas que regulam a conduta dos administradores das S.A., à luz do Direito brasileiro. **Book Revista de Direito das Sociedades 3.** 2018. RDS X (2018), 3, p. 495-526

IBGC **– Instituto Brasileiro de Governança Corporativa.** Código das melhores práticas de governança corporativa. 5ª edição, 2015. Disponível em: <https://conhecimento.ibgc.org.br/Paginas/Publicacao.aspx?PubId=21138>.

INSPER. **Biblioteca Telles**. Manual para elaboração de trabalhos. Disponível em https://insper.blackboard.com/

RETTO, Marcelo Gomes Bragança. Aspectos controvertidos dos acordos de acionistas – Uma abordagem prática. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais 2010.** RDB 48. p. 112-153.

RIVAS, Katherine. Reportagem InvestNews IRB Brasil. A empresa já chegou ao fundo do poço. Especialistas respondem. **InvestNews,** São Paulo, 11 jun. 2020. Disponível em: <https://investnews.com.br/negocios/irb-brasil-a-empresa-ja-chegou-ao-fundo-do-poco-especialistas-respondem>

SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Novo Direito Societário**. 4. ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2011. 304p.

SOLEDADE, Durval. **A Legalidade da vinculação dos administradores aos acordos de acionistas.**

SILVA, Alexandre Couto. *et al***. Estudo sobre a Lei de Sociedades por ações**. 1. Ed. São Paulo: Saraiva, 2012.

SILVA, Thiago José da. **Limites à Vinculação de Administradores a Acordo de Acionistas.** 2014. 145f. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo.

TOLOTTI, Rodrigo. CVM abre 2 inquéritos contra o IRB Brasil para investigar irregularidades apontadas pela Squadra. **Infomoney**, São Paulo, 26 mai. 2020. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/mercados/cvm-abre-2-inqueritos-contra-o-irb-brasil-para-investigar-irregularidades-apontadas-pela-squadra>

ULHÔA, Fábio. **Curso de Direito Comercial.** vol. 2. São Paulo: Saraiva, 2005, pág. 309.

VALENTI, Graziella. Pandemia: Smiles antecipa R$ 300 mi à Gol por ver grupo em risco. **Revista Exame.** São Paulo, 21 mar. 2021. Disponível em:

<https://exame.com/exame-in/pandemia-smiles-antecipa-r-300-mi-a-gol-por-ver-grupo-em-risco/>

OBRAS SUGERIDAS

ABBUD, Andre De Albuquerque Cavalcanti. **Execução Específica do Acordo de Acionistas.** 1. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2006. 175p.

ABRAÃO, Eduardo Lysias Maia. **Acordo de Acionistas: Típicos e Atípicos.** 1. Ed. Curitiba: Juruá Editora, 2011. 208p.

BLOK. Marcella. Abuso do poder de controle do acionista controlador nas sociedades anônimas. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. vol. 56/2012. p. 94 - 168. Abr - Jun / 2012. DTR\2012\44746.

BOMBANA. Lucas. **Mercado brasileiro sofre com falta de governança e precisa amadurecer**. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/onde-investir/mercado-brasileiro-sofre-com-falta-de-governanca-e-precisa-amadurecer-diz-presidente-da-amec>.

COMPARATO, Fabio Konder e FILHO, Calixto Salomão. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 6. ed. São Paulo: Forense, 2017. 571p.

CUNHA, Rodrigo Ferraz Pimenta da Cunha. **Estrutura de Interesse nas Sociedades Anônimas**. 1. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2006. 351p.

GATTAZ, Luciana de Godoy Penteado. **A Vinculação de Membros do Conselho de Administração ao Acordo de Acionistas**. 1. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019. 167p.

PEREIRA, Guilherme Setoguti J. **Impugnação de Deliberações de Assembleia das S/A.** 1.ed. São Paulo: Quartier Latin, 2013. 360p.

ROCHA, João Luiz Coelho da. **Acordo de Acionistas e Acordo de Cotistas**. 1.ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2002. 260p.

TORNOVSKY, Miguel. Acordos de acionistas sobre o exército do poder de controle: Análise das principais alterações introduzidas ao art. 118 da lei das S/A pela lei 10.303/2001. **Revista de Direito Mercantil**, São Paulo, n.127, pág.93, jul/set. 2002.

VERGUEIRO, Carlos Eduardo. **Acordo de Acionistas e Governança das Companhias.** 1. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2010. 254p.

VERGUEIRO. Carlos Eduardo. **Por uma nova disciplina dos acordos de acionistas no Brasil. Revista de Direito Empresarial**. vol. 1/2014. p. 41 - 60. Jan - Fev / 2014. DTR\2014\588.

WALD, Arnoldo. O Acordo de acionistas e o poder de controle do acionista majoritário. **Revista de Direito Mercantil, Industrial Econômico e Financeiro.** Imprenta: São Paulo, Revista dos Tribunais, 1971. Referência: v. 36, n. 110, p. 7–15, abr./jun., 1998.

LEGISLAÇÃO E JURISPRUDÊNCIA

BRASIL. LEI 6.404, de 15 de dezembro de 1976 - Lei das Sociedades Anônimas. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Palácio do Planalto Presidência da Republica**, Brasília, DF, 15 dez. 1976. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm>

BRASIL. LEI 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. **Palácio do Planalto Presidência da República**, Brasília, DF, 7 dez. 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm>

BRASIL. INSTRUÇÃO CVM 323, de 19 de janeiro de 2000. Define hipóteses de exercício abusivo do poder de controle e de infração grave. **CVM – Comissão de Valores Mobiliários**, Brasilia, DF, 19 jan. 2020. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst323.html>

BRASIL. CVM – Comissão de Valores Mobiliários. Decisão Colegiada. Parecer do Comitê de Termo de Compromisso Processo administrativo Sancionador SEI 19957.010505/2018-49. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2019/20191022/1455-19.pdf>

BRASIL. CVM – Comissão de Valores Mobiliários. Decisão Colegiada.. ATA DA REUNIÃO DO COLEGIADO Nº 40 DE 22.10.2019. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2019/20191022_R1.html>

BRASIL. CVM – Comissão de Valores Mobiliários. Decisão Colegiada. Relatório nº 083/2020-CVM/SEP/GEA-4. Disponível em:

<http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2020/20201113/1979_20_SEP.pdf>

BRASIL. CVM – Comissão de Valores Mobiliários. Decisão Colegiada. Decisão do Colegiado de 13.11.2010. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2020/20201113_R1/20201113_D1979.html>

BRASIL. CVM – Comissão de Valores Mobiliário. Resolução CVM 2. Em 06/08/2020, a Resolução CVM 2 revogou atos normativos e outros atos sem caráter normativo, como parte do processo de revisão e consolidação dos atos normativos, conforme disposto no Decreto nº 10.139, de 28 de novembro de 2019, e altera a Instrução CVM nº 607, de 17 de junho de 2019. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol002.html>

BRASIL. CVM. Comunicado CVM. Informações relativas ao IRB. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/informacoes-relativas-a-companhia-irb-brasil-resseguros-sa-69ffdcc8e5f747828fb09c4e69c35aef>

BRASIL. CVM – Comissão de Valores Mobiliários. Decisão Colegiada. PROCESSOS ADMINISTRATIVOS CVM Nº SEI 19957.003612/2020-35 e 19957.003611/2020-91. Diretor: Gustavo Machado Gonzalez. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2020/20200908/1905_20_VotoDGG.pdf>

BRASIL. CVM. Comunicado CVM. Informações relativas ao IRB. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/informacoes-relativas-a-companhia-irb-brasil-resseguros-sa-69ffdcc8e5f747828fb09c4e69c35aef>

BRASIL. CVM. Manifestação Técnica. Decisão do Colegiado. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2020/20201103/1905_20.pdf>

BRASIL. CVM – Comissão de Valores Mobiliários. Decisão Colegiada. RECURSO CONTRA INTERPRETAÇÃO DADA PELA SEP AO ART. 4º, §4º, DA INSTRUÇÃO CVM Nº 607/2019 – BC GESTÃO DE RECURSOS LTDA. E OUTROS – PROC. SEI 19957.010563/2018-72. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2020/20200303_R1/20200303_D1666.html>

BRASIL. CVM – Comissão de Valores Mobiliários. Decisão Colegiada. PEDIDO DE INTERRUPÇÃO DO CURSO DO PRAZO DE ANTECEDÊNCIA DE CONVOCAÇÃO DE ASSEMBLEIA GERAL EXTRAORDINÁRIA DA SMILES FIDELIDADE S.A. – PROC. SEI 19957.001658/2021-09. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2021/20210311_R1/20210311_D2106.html>

BRASIL. CVM – Comissão de Valores Mobiliários. Decisão Colegiada. PEDIDO DE INTERRUPÇÃO OU SUSPENSÃO DO CURSO DO PRAZO DE ANTECEDÊNCIA DE CONVOCAÇÃO DE ASSEMBLEIA GERAL EXTRAORDINÁRIA DA SMILES FIDELIDADE S.A. – PROC. SEI 19957.001413/2020-92. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2020/20200303_R1/20200303_D1740.html>

IRB. Comunicado ao Mercado. Comunicado ao Mercado_03 de fevereiro de 2020_Reforço Demonstrações Financeiras. Disponível em <https://ri.irbre.com/servicos-aos-investidores/central-de-downloads/>

IRB. Comunicado ao Mercado. Comunicado ao Mercado_04 de fevereiro de 2020_Resposta Carta Squadra. Disponível em <https://ri.irbre.com/servicos-aos-investidores/central-de-downloads/>

IRB. Comunicado ao Mercado. Conclusão investigação. Disponível em: <https://ri.irbre.com/servicos-aos-investidores/central-de-downloads/>

IRB. Comunicado ao Mercado de 28 de fevereiro de 2020. Renúncia Presidente do Conselho. Disponível em: <https://ri.irbre.com/servicos-aos-investidores/central-de-downloads/>

IRB. Comunicado ao Mercado. IRB_04.03.2020_renúncia conselho e FR IRB_20.04.2020_renúncia conselho. Disponível em: <https://ri.irbre.com/servicos-aos-investidores/central-de-downloads/>

IRB. Serviços aos investidores. RCA_12 de julho de 2020_Eleição Ellen Gracie. Disponível em: <https://ri.irbre.com/servicos-aos-investidores/central-de-downloads/>

SMILES. Edital de pedido público de procurações e anexos. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/5670c94c-aa5b-4ed0-ac4d-937b05238c0a/e8805f11-e77a-7e6d-7928-485c1f3e2226?origin=1>

SMILES. Edital de pedido público de procurações e anexos. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/5670c94c-aa5b-4ed0-ac4d-937b05238c0a/e8805f11-e77a-7e6d-7928-485c1f3e2226?origin=1>

SMILES. Edital de pedido público de procurações e anexos. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/5670c94c-aa5b-4ed0-ac4d-937b05238c0a/e8805f11-e77a-7e6d-7928-485c1f3e2226?origin=1>

SMILES. Relações com Investidores. Fato Relevante de 06 de julho de 2020 - Aprovação da Reorganização Societária pelo Conselho. Disponível em: <https://ri.smiles.com.br/servicos-ri/central-de-downloads/>

SMILES. Relação com Investidores. AGE 20 de agosto de 2020 - Ação de Responsabilidade Civil. Disponível em: <https://ri.smiles.com.br/servicos-ri/central-de-downloads/>

SMILES. Edital de pedido público de procurações e anexos. Disponível em <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/5670c94c-aa5b-4ed0-ac4d-937b05238c0a/e8805f11-e77a-7e6d-7928-485c1f3e2226?origin=1>

SMILES. Relação com Investidores. Fato Relevante de 07 de dezembro de 2020. Incorporação de Ações. Disponível em: <https://ri.smiles.com.br/servicos-ri/central-de-downloads/>

SMILES. Relação com Investidores. Comunicado ao Mercado de 10 de dezembro de 2020 - Nomeação de Membros do Comitê Especial Independente. Disponível em: <https://ri.smiles.com.br/servicos-ri/central-de-downloads/>

SMILES. Relação com Investidores. AGE de 05 de fevereiro de 2021 - Ação de Responsabilidade Civil. Disponível em: <https://ri.smiles.com.br/servicos-ri/central-de-downloads/>

SMILES. Relação com Investidores. Fato Relevante Gol de 18 de janeiro de 2021_Correpondencia com Conselho da Smiles. Disponível em <https://ri.smiles.com.br/servicos-ri/central-de-downloads/>

SMILES. Relação com Investidores. Ata Conselho Fiscal de 09 de fevereiro de 2021 - Reorganização Societária. Disponível em: <https://ri.smiles.com.br/servicos-ri/central-de-downloads/>

SMILES. Relação com Investidores. AGE de 18 de fevereiro de 2021_Comite Independente. Disponível em: <https://ri.smiles.com.br/servicos-ri/central-de-downloads/>

SMILES. Relação com investidores. Aviso aos Acionistas Informações sobre a Reorganização Societária de 07 de maio de 2021. Disponível em: <https://ri.smiles.com.br/servicos-ri/central-de-downloads/>

SMILES. Relação com Investidores. Fato Relevante de 24 de março de 2021. Disponível em: <https://ri.smiles.com.br/servicos-ri/central-de-downloads/>

SMILES. Relação com Investidores. Ata Da Reunião do Conselho de Administração de em 7 de maio de 2021. <https://ri.smiles.com.br/servicos-ri/central-de-downloads/>