

INSPER
PROGRAMA DE PÓS GRADUAÇÃO EM DIREITO
LLM EM DIREITO SOCIETÁRIO

BERNARDO DE MATTOS FREIRE CABRAL

**ANÁLISE ECONÔMICA DO INTERESSE CONFLITANTE DO ACIONISTA NO
EXERCÍCIO DO DIREITO DE VOTO**

SÃO PAULO
2017

BERNARDO DE MATTOS FREIRE CABRAL

**ANÁLISE ECONÔMICA DO INTERESSE CONFLITANTE DO ACIONISTA NO
EXERCÍCIO DO DIREITO DE VOTO**

Trabalho de Conclusão de Curso, para aprovação na
disciplina Monografia II, como requisito parcial para
aprovação no LL.M em Direito Societário do Insper
Área de Concentração: Direito Societário
Orientadora: Ana Cristina von Gusseck Kleindienst

SÃO PAULO
2017

CABRAL, Bernardo de Mattos Freire.

Análise Econômica do Interesse Conflitante do Acionista no
Exercício do Direito de Voto. – São Paulo, 2017

Trabalho de Conclusão de Curso do LLM em Direito Empresarial —
Insper, 2017. Orientadora: Ana Cristina von Gusseck Kleindienst

1. Direito Societário. 2. Conflito de Interesses. 3. Análise Econômica.
I. Bernardo de Mattos Freire Cabral. II. Análise Econômica do
Interesse Conflitante do Acionista no Exercício do Direito de Voto.

BERNARDO DE MATTOS FREIRE CABRAL

**ANÁLISE ECONÔMICA DO INTERESSE CONFLITANTE DO ACIONISTA NO
EXERCÍCIO DO DIREITO DE VOTO**

Trabalho de Conclusão de Curso, para aprovação na
disciplina Monografia II, como requisito parcial para
aprovação no LL.M em Direito Societário do Insper
Área de Concentração: Direito Societário
Orientadora: Ana Cristina von Gusseck Kleindienst

Data de Aprovação: ____/____/____.

Prof^a. Ana Cristina von Gusseck Kleindienst
Orientadora

Instituição: Insper

Assinatura: _____

RESUMO

Este trabalho tem por objeto a análise do instituto do conflito de interesses propriamente dito, constante do parágrafo primeiro do artigo 115 da Lei 6.404/76 (Lei de Sociedades por Ações), sob uma perspectiva econômica. No decorrer do trabalho, faz-se uma breve explicação do conceito jurídico do conflito de interesses e de sua relevância frente ao exercício do direito de voto dos acionistas e ao processo de formação do interesse social da companhia. Além disso, como apresenta-se os principais aspectos das duas correntes majoritárias sobre a aplicação do conceito do conflito de interesses, formal e material, com indicação dos principais expoentes de cada uma dessas teorias, e de seus respectivos argumentos. Além disso, faz-se ainda um estudo das decisões mais recentes da Comissão de Valores Mobiliários sobre o tema, com a evolução pendular dos entendimentos do colegiado, ora prestigiando uma ou outra das correntes. Este trabalho pretende, ao final da análise das questões postas, esclarecer sobre o conceito e forma mais adequada para aplicação do instituto do conflito de interesses, em mais um passo na busca para solucionar esta recorrente divergência doutrinária.

Palavras-Chave: Direito Societário. Conflito de Interesses. Conflito Formal. Conflito Material. Análise Econômica.

ABSTRACT

The subject matter of this paper is the analysis of *de facto* conflict of interest, a concept enshrined in the first paragraph of article 115 of Federal Law 6,404/76 (Brazilian Corporation Law), from an economic perspective. In the course of this paper, the author conducts a brief explanation of the legal concept of conflict of interest, of its relevance to the exercise of the right of vote by the company's shareholders, and of the process of formation of the social interest of the company. In addition, the author presents the main aspects of the two leading doctrinal currents on the application of the concept of conflict of interests (formal and material conflict of interest, respectively), indicating the main exponents of each of these theories, and their arguments thereto. In addition, the author conducts an analysis of the most recent decisions of the Brazilian Securities and Exchange Commission (CVM) on the subject, with the pendulary evolution of the collegiate's understandings, deciding in favor of one or other of the leading currents on the subject. This paper intends, at the end of the analysis of the questions put, to offer clarification as to the concept and to the most adequate form of application of the institute of the conflict of interest, in a further step to solve this recurrent doctrinal divergence.

Keywords: Corporate Law. Conflict of Interests. Formal Conflict. Conflict Material. Economic Analysis.

SUMÁRIO

1.	INTRODUÇÃO	8
2.	INTERESSE CONFLITANTE NO EXERCÍCIO DE VOTO NAS DELIBERAÇÕES DA ASSEMBLEIA-GERAL	10
2.1.	CONFLITO DE INTERESSES.....	14
2.2.	CONFLITO FORMAL.....	18
2.3.	CONFLITO MATERIAL.....	20
2.4.	EVOLUÇÃO DO ENTENDIMENTO DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM.....	24
2.4.1.	CASO TIM.....	25
2.4.2.	CASO PREVI.....	28
2.4.3.	CASO AMBEV	33
2.4.4.	CASO TRACTEBEL.....	36
2.4.5.	CASO ELETROBRÁS.....	39
3.	ANALISE ECONÔMICA DO INTERESSE CONFLITANTE EM TRANSAÇÕES ENTRE PARTES RELACIONADAS	44
4.	CONCLUSÃO	53
	REFERÊNCIAS	55

1. INTRODUÇÃO

O tema do proposto para o presente trabalho é a ‘Análise Econômica do Interesse Conflitante do Acionista no Exercício do Direito de Voto’.

Dentre os tantos assuntos e controvérsias existentes no direito societário, poucos foram tão amplamente discutidos e, contudo, permanecem tão longe de um consenso, quanto a questão do conflito de interesses nas deliberações em assembleia geral, instituto entabulado na Lei n.º 6.404/1976 (a Lei das Sociedades por Ações ou LSA) no parágrafo primeiro de seu artigo 115.

A questão objeto da análise do presente trabalho diz respeito à infundável discussão doutrinária e jurisprudencial sobre as duas teorias majoritárias para a aplicação da proibição ao exercício do direito de voto nos termos do referido artigo: a teoria do conflito formal de interesses, e a teoria do conflito material de interesses.

O objetivo deste trabalho não é a análise dos fundamentos jurídicos para defender ou refutar qualquer destas correntes, nem tampouco a análise dos diversos aspectos históricos e conceituais do instituto do conflito de interesses, seja sob o ponto de vista do direito pátrio ou do direito comparado, assuntos estes já extensamente estudados, versados e tratados pela doutrina e jurisprudência brasileiras.

De outra maneira, o objetivo deste trabalho é analisar a proibição imposta ao acionista de votar nas deliberações em que tenha um interesse conflitante com o interesse social da companhia sob uma perspectiva econômica, para tentar identificar os elementos essenciais do conflito referenciado pela Lei das Sociedades por Ações, a causa do interesse conflitante entre acionista e companhia e, eventualmente, a natureza do conflito de interesses em si.

Com isso, espera-se poder, ao final do presente trabalho, trazer novos fundamentos para aclarar a discussão a respeito da melhor forma de conceituar e aplicar o instituto de conflito de interesses à luz de seu objetivo de proteger os demais acionistas e acompanhá-los contra danos causados pelo acionista conflitado e, eventualmente, concluir, sob uma perspectiva econômica, sobre a prevalência de uma das referidas teorias, e sobre a necessidade (ou não) de uma análise das circunstâncias fáticas do caso concreto

a posteriori para a determinação da existência ou inexistência de um interesse conflitante do acionista em matéria submetida à assembleia geral.

2. INTERESSE CONFLITANTE NO EXERCÍCIO DE VOTO NAS DELIBERAÇÕES DA ASSEMBLEIA-GERAL

De acordo com Marcelo Lamy Rego¹, o direito de voto é o direito de um acionista de se manifestar na assembleia geral, e de exprimir sua vontade em favor da aprovação ou da rejeição de uma dada proposta de deliberação, e de ter seu voto devidamente computado na formação da vontade social.

Contrastando com a certeza acerca de seu conceito, a natureza do direito de voto é cercada por divergências interpretativas, mesmo após mais de quarenta anos da promulgação da Lei das Sociedades por Ações. As discussões acerca da natureza do instituto do direito de voto tangenciam, quase que em sua integralidade, o conceito de interesse social da companhia. Este conceito será retomado no curso deste trabalho.

O direito de voto foi definido pela Lei das Sociedades por Ações como um direito não essencial do acionista, uma vez que não encontra abrigo no rol previsto no 109 da LSA. Com fundamento na faculdade atribuída ao acionista de exercer o direito de voto ou não, parte da doutrina² entende que o direito de voto seria de natureza eminentemente subjetiva, e que, portanto, deve ser exercido (ou não exercido) à livre discricionariedade de seu titular. Por outro lado, há os que entendam que o direito de voto é um poder-dever a ser exercido por seu titular no melhor interesse de outrem (neste caso, a companhia)³.

No que concerne o conteúdo do voto exarado pelo acionista, as controvérsias se aprofundam. De acordo com o caput do artigo 115 da Lei das Sociedades por Ações, o acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia. É interessante notar que o padrão em função do qual o conflito de interesses, este objeto de análise do presente trabalho, se manifesta é o interesse da companhia.

A doutrina costuma recorrer ao objeto social para materializar aquilo que constitui o fim comum a que os sócios visam e se vinculam e a partilha econômica dos resultados da atividade desenvolvida pela companhia, identificando de algum modo o interesse

¹ FILHO, Alfredo Lamy. Pedreira, José Luiz Bulhões (coord.). Direito das Companhias. vol. I. Forense: Rio de Janeiro, 2009. p. 377

² PONTES DE MIRANDA, Tratado de Direito Privado. Editora Borsoi, 1957, Tomo VI, p. 81.

³ CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. 3ª ed. São Paulo: Saraiva, 2003. v. II, p. 386.

desta com o interesse da coletividade de sócios em realizar o objeto social. Por exemplo, nas palavras de Luiz Gastão Paes de Barros Leães⁴:

Pois se é certo que o sócio busca na sociedade a satisfação de um interesse próprio, não é menos certo que esse interesse pessoal de modo algum pode ser satisfeito em detrimento da sociedade, senão justamente pela satisfação do interesse social comum a todos os acionistas, visto que sem essa convergência dos interesses individuais dos sócios em um único interesse comum não se poderia falar em sociedade.

Em sentido convergente, entende Erasmo Valladão⁵, *in verbis*:

A expressão interesse da companhia, constante do art. 115 da Lei 6.404, ou simplesmente interesse social (*stricto sensu*, bem entendido), tem sido interpretada pela nossa mais autorizada doutrina como o interesse comum dos sócios enquanto sócios (*uti socii*), para distingui-lo não somente do somatório dos interesses dos sócios *uti singuli*, mas também, como quer nos parecer, de eventual interesse comum que não diga respeito, necessariamente, à sua qualidade de sócios). Não temos a mínima dúvida em aderir a essa orientação.

Nesse sentido, a doutrina e a jurisprudência arriscaram-se incessantemente na jornada de definir ou mensurar o que poderia ser o interesse da companhia. Eventualmente, duas correntes majoritárias surgiram: a teoria contratualista e a teoria institucionalista⁶.

De acordo com a teoria contratualista, o interesse social é fruto da união dos interesses coletivos dos acionistas enquanto acionistas (*uti socii*), exercidos em assembleia geral e pertinentes com o objeto social da companhia. Para os defensores desta teoria, a companhia é uma relação eminentemente contratual, que não envolve

⁴ LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, Comentários à Lei das Sociedades Anônimas, São Paulo: Saraiva, 1980, p. 246

⁵ FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, Conflito de interesses nas assembleias de S.A., São Paulo: Malheiros, 1993, pp. 57/58; Também nesse sentido, veja COMPARATO, Fábio Konder, SALOMÃO FILHO, Calixto, O Poder de Controle na Sociedade Anônima, São Paulo: Saraiva, 2014, 6ª ed., p. 330

⁶ REGO, Marcelo Lamy. Direito das Companhias. 1ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. I, p. 403; FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Conflito de Interesses nas Assembleias de S.A. ed. única São Paulo: Malheiros, 1993. p. 22.

qualquer outro interesse senão o somatório dos interesses dos respectivos contratantes. Conforme ensina Tulio Ascarelli, em citação de Modesto Carvalhosa⁷:

As companhias constituem não apenas a comunhão dos interesses, mas, pelo fato de serem voluntárias, também a comunhão dos fins. E é através da constituição contratual de um conjunto de objetivos que se constitui a comunhão de interesses da sociedade (...). O interesse social é entendido como o interesse comum dos sócios e com estes identificado.

No mesmo sentido entende Fábio Konder Comparato⁸:

(...) ainda que teoricamente discutível e sua prática muitas vezes superada, o contratualismo revive e predomina na interpretação doutrinária e jurisprudencial (...). Ora, não existem em direito interesses e relações que não digam respeito unicamente aos homens. Por conseguinte, toda a disciplina jurídica concernente às pessoas jurídicas reduz-se, finalmente, a uma disciplina de interesses dos homens que as compõem, *uomini nati ventre di donna*, como enfatizava. O chamado interesse social não pode deixar de ser o dos sócios e somente deles. Toda e qualquer hipóstase, aí, é de rejeitar-se. (...) As sociedades por ações, tal como as demais sociedades, reduzem-se à categoria dos contratos plurilaterais.

Por sua vez, a teoria institucionalista, primeiramente aventada por Walter Rathenau⁹, e posteriormente subsumida nos escritos de Otto Friedrich Von Gierke¹⁰, defende a independência do interesse social da companhia ou, pelo menos, a não completa identificação deste com os interesses dos acionistas. À companhia seria garantido caráter institucional como entidade autônoma, o que lhe garantiria um interesse destacado e independente da mera conjunção dos interesses particulares dos acionistas. Nas palavras de Modesto Carvalhosa¹¹:

⁷ CARVALHOSA, Modesto de Souza Barros. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. 3ª ed. São Paulo: Saraiva, 2003. v. II, p. 452.

⁸ COMPARATO, Fábio Konder, SALOMÃO FILHO, Calixto, O Poder de Controle na Sociedade Anônima, São Paulo: Saraiva, 2014, 6ª ed. p. 331.

⁹ RATHENAU, Walter. Von Aktienwesen (Eine geschaeftliche Betrachtung). Berlim, 1917.

¹⁰ VON GIERKE, Otto Friederich. Uber die Geschichte des Majoritatsprinzips, in Essays in Legal History (1913) 312-35.

¹¹ CARVALHOSA, Modesto de Souza Barros. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. 3ª ed. São Paulo: Saraiva, 2003. v. II, p. 457.

O interesse social não é, pois, a somatória dos interesses individuais de cada acionista, mas a transcendência desses mesmos interesses por um interesse comum a todos, definido no objetivo empresarial específico da companhia e nos fins sociais que são comuns a todas elas, qual seja, a realização do lucro.

A esse respeito, a doutrina diverge sobre o caminho adotado pela Lei das Sociedades por Ações.

Aos olhos de Fabio Konder Comparato¹² e de José Eduardo Tavares Borba¹³, parece ter o legislador adotado uma solução institucionalista, ao passo que vincula o exercício do direito de voto à função social da companhia (artigo 116 da LSA), e considera abusivo o voto exercido com o fim de orientar a companhia para fim lesivo ao interesse nacional (artigo 117 da LSA).

Por outro lado, no entendimento de José Luiz Bulhões Pedreira e Alfredo Lamy Filho, a solução adotada pelo legislador encontra respaldo na teoria contratualista. Em suas palavras¹⁴:

O direito positivo brasileiro também não enseja dúvidas sobre a natureza contratual da companhia. (...) A LSA admite expressamente a natureza contratual, ao dispor (no art. 83) que o 'projeto de estatuto deverá satisfazer a todos os requisitos exigidos para os contratos das sociedades mercantis em geral e aos peculiares às companhias, e conterà as normas pelas quais se regerá a companhia.

Por sua vez, parte da doutrina, com cuja opinião o presente autor concorda, entende que a Lei de Sociedade por Ações não se vincula integralmente a qualquer das correntes, adotando características tanto institucionais quanto contratuais para definir o conceito de interesse social da companhia¹⁵.

Independentemente da afiliação exclusiva a qualquer corrente, a Lei das Sociedades por Ações regulou e restringiu o exercício do direito de voto dos acionistas em seu artigo 115, *in verbis*:

¹² COMPARATO, Fabio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. O Poder de Controle na Sociedade Anônima. 4ª ed. Rio de Janeiro: Forense. p. 371.

¹³ BORBA, José Eduardo Tavares. Direito Societário. 9ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2004. p. 135.

¹⁴ BULHÕES PEDREIRA, José Luiz; LAMY FILHO, Alfredo. Direito das Companhias. 1ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. I, p. 91 e 92.

¹⁵ CAMPOS, Luiz Antônio Sampaio. Direito das Companhias. 1ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. I, p. 1159.

Art. 115. O acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia; considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas. (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

§ 1º O acionista não poderá votar nas deliberações da assembleia-geral relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social e à aprovação de suas contas como administrador, nem em quaisquer outras que puderem beneficiá-lo de modo particular, ou em que tiver interesse conflitante com o da companhia.

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

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

§ 4º A deliberação tomada em decorrência do voto de acionista que tem interesse conflitante com o da companhia é anulável; o acionista responderá pelos danos causados e será obrigado a transferir para a companhia as vantagens que tiver auferido.

Dos apontamentos feitos anteriormente, e da análise da redação adotada pelo artigo 115 da LSA, depreendem-se que a vontade do acionista entabulada no voto exarado em assembleia geral não pode objetivar a tutela de seus interesses particulares em detrimento do interesse social da companhia. Nota-se aqui que não existe qualquer proibição a que o acionista vote segundo seu interesse próprio, tão somente proíbe-se que tal interesse seja conflitante ou incompatível com o interesse social¹⁶.

Como forma de garantir a estrita observância dos acionistas ao interesse social, o legislador incluiu o parágrafo primeiro do artigo 115 da Lei das Sociedades por Ações, que descreve as hipóteses em que um acionista estaria proibido de votar em deliberações submetidas ao escrutínio da assembleia geral, caso esteja em conflito de interesses com a companhia.

2.1.CONFLITO DE INTERESSES

¹⁶ REGO, Marcelo Lamy. Direito das Companhias. 1ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. I, p. 403

Corroborando a escolha do legislador pela teoria contratualista do interesse social, o legislador elencou no artigo 115 da LSA, em rol taxativo, os assuntos em relação aos quais o acionista não poderia votar em razão de : (i) o laudo de avaliação de bens com que o acionista concorrer para a formação do capital social; (ii) a aprovação das contas do acionista como administrador; (iii) matérias que possam beneficiar o acionista de modo particular, e (iv) matérias em que o acionista tenha interesse conflitante com o interesse social da companhia.

Destarte nota-se uma diferença marcante entre as quatro hipóteses elencadas pelo legislador no parágrafo primeiro do artigo 115 da Lei das Sociedades por Ações. As hipóteses descritas nos itens (i), (ii), e (iii) do item acima constituem situações formais de impedimento, em que o legislador cassa o direito de voto do acionista em razão do objeto da respectiva deliberação, sem qualquer juízo a respeito de eventual conflito no caso concreto, existindo uma presunção absoluta de conflito de interesses com base em critérios tão somente objetivos – que podem não vir a ocorrer na prática.

Por outro lado, a hipótese descrita no item (iv), que é o objeto do presente trabalho, condiciona a proibição ao exercício do direito de voto a uma condição subjetiva do acionista, qual seja, a existência de um interesse do acionista no resultado da deliberação que seja conflitante com o interesse social da companhia.

Marcelo Lamy Rego¹⁷ e Erasmo Valladão¹⁸ explicam com maestria a diferença entre as hipóteses em que a LSA proíbe o exercício do direito de voto nos termos de seu artigo 115, respectivamente:

As três primeiras hipóteses são hipótese às quais a lei dá tratamento semelhante ao *divieto de voto*, tendo o legislador prescrito situações formais em que o acionista não pode exercer o voto. (...) O conflito de interesses na lei brasileira, assim como nas doutrinas alemã e italiana, é hipótese distinta das demais, apesar de estar relacionada juntamente com as proibições objetivas de voto. (...) Entendemos que o conflito de interesses é caso em que a tutela do interesse social se dá *a posteriori*, com a análise do caso concreto.

¹⁷ REGO, Marcelo Lamy. Direito das Companhias. 1ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. I, p. 411.

¹⁸ FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Conflito de Interesses nas Assembleias de S.A. ed. única São Paulo: Malheiros, 1993. p. 87

Antes de mais nada, soa perfeitamente claro que as duas primeiras hipóteses nele reguladas [parágrafo 1º do artigo 115], são hipóteses de *divieto de voto*. Nas deliberações relativas ao laudo de avaliação de bens que conferiu ao capital social e à aprovação das suas contas como administrador, o acionista está proibido de votar (...) sendo de todo dispensável perquirir acerca da ocorrência de prejuízo para a companhia ou para os acionistas (...). Ocorreria o conflito de interesses, por sua vez, em todas as demais hipóteses em que for apurada efetiva conflituosidade, expressa em uma vantagem experimentada pelo acionista de modo particular (...).

De acordo com o instituto do *divieto di voto*, abordado pelos ilustres doutrinadores nos transcritos acima, o legislador deliberadamente interdita o exercício do direito de voto do acionista em certas e determinadas hipóteses, sob pena de nulidade do voto proferido em desobediência à proibição imposta pela lei, e de anulabilidade da deliberação caso o voto nulo tenha sido determinante para a formação da vontade social naquela ocasião¹⁹.

Por sua vez, no caso de mero *conflitto di interessi*, a referida deliberação somente poderia ser anulada se, uma vez verificado o mérito da deliberação, restar demonstrado o potencial lesivo de tal deliberação à sociedade. Em uma breve leitura da Lei das Sociedades por Ações, é possível constatar a escolha do legislador pátrio de diferenciar entre a hipótese de conflito de interesse propriamente dito e os demais casos de *divieto di voto* contidos no parágrafo primeiro do artigo 115 da LSA. Não é por outro motivo que incluiu, no parágrafo quarto do mesmo artigo, a seguinte redação:

§ 4º A deliberação tomada em decorrência do voto de acionista que tem interesse conflitante com o da companhia é anulável; o acionista responderá pelos danos causados e será obrigado a transferir para a companhia as vantagens que tiver auferido.

Em suma, o legislador dividiu as hipóteses de proibição previstas no parágrafo primeiro do artigo 115 da LSA em duas espécies, de acordo com a punição aplicável em caso de seu descumprimento, quais sejam: (i) no caso de *divieto di voto*, nulidade do voto proferido, e a anulabilidade da deliberação na qual concorreu o voto nulo²⁰; e (ii) em caso

¹⁹ FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Conflito de Interesses nas Assembléias de S.A., ed. Única. São Paulo: Malheiros, 1993. pp. 77 e 78.

²⁰ LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Estudos e Pareceres sobre Sociedades Anônimas. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1989. 9 p.

de *conflitto di interessi*, anulabilidade do voto e da deliberação (devendo, pra tanto, haver prova do dano²¹) com a responsabilização do infrator por perdas e danos, e transferência de vantagens auferidas para a companhia²².

Não é por acaso que a quarta hipótese de proibição, o interesse conflitante propriamente dito, é, certa e justificadamente, a mais polêmica das hipóteses do parágrafo primeiro do artigo 115 da LSA.

De acordo com o *Black's Law Dictionary*²³, um conflito de interesses é definido como “*a real or seemingly incompatibility between one's private interests and one's public or fiduciary interests*”. Tal definição é compartilhada pelo ainda pelo léxicon brasileiro²⁴, que assim define o conceito de conflito.

Conflito [Do lat. conflictu, 'choque', 'embate', 'peleja', do lat. conflagere, 'lutar'.] S. m. 1. Embate dos que lutam. 2. Discussão acompanhada de injúrias e ameaças; desavença. 3. Guerra (1). 4. Luta, combate. 5. Colisão, choque: As opiniões dos dois entram sempre em conflito. (...)

Para fins do direito societário, verifica-se a existência de interesse conflitante do acionista quando o acionista porta em si, em face de uma dada matéria a ser decidida em assembleia geral, dois interesses inconciliáveis, sendo um enquanto indivíduo, singularmente considerado, e outro enquanto acionista de uma determinada classe, não podendo um deles ser atendido com o sacrifício do outro²⁵.

Nota-se aqui que não é qualquer situação de aparente conflito de interesses que ensejaria aplicação da proibição contida no parágrafo primeiro do artigo 115 da LSA. Nas palavras do ilustre diretor da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), Luiz Antônio de Sampaio Campos²⁶:

(...) o conflito de interesses referido na Lei nº 6.404/76 (...) não é qualquer conflito de interesse, muito menos a expressão conflito de interesse que

²¹ EIZIRIK, Nelson; A Lei das S/A Comentada; São Paulo: ed. Quartier Latin: 2011, p. 661-662.

²² BULHÕES PEDREIRA, José Luiz; LAMY FILHO, Alfredo. Direito das Companhias. 1ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. I, p. 840.

²³ GARNER, Brian A. Black's Law Dictionary, Standard Ninth Edition.

²⁴ BUARQUE DE HOLANDA FERREIRA, Aurélio. Novo Dicionário Aurélio da Língua Portuguesa. Editora: Positivo - Didáticos. Edição: 4. Ano 2009.

²⁵ EIZIRIK, Nelson; A Lei das S/A Comentada; São Paulo: ed. Quartier Latin: 2011, p. 661-662.

²⁶ Declaração de voto do diretor Luiz Antônio de Sampaio Campos no Inquérito Administrativo CVM nº RJ2001/4977, decidido em 19.12.2001

se vê sendo utilizada comumente, a torto e a direito, num sentido lato. A expressão conflito de interesse tem de ser examinada na sua acepção técnica. Primeiramente, deve ficar dito que o interesse em conflito há de ser extrasocial, não decorrente da situação de sócio do acionista. Este interesse extrasocial, estranho mesmo à relação social, é que deve se contrapor ao interesse social. A contraposição entre interesses de acionistas não autoriza a aplicação do parágrafo 1º do artigo 115 da Lei nº 6.404/76.

Nota-se que a doutrina é convergente no entendimento que, para existir conflito de interesses entre o acionista e a companhia, é essencial que tais interesses ditos conflitantes sejam, efetivamente, impossíveis de serem compatibilizados ou conciliados. Nesse sentido, Fabio Ulhôa Coelho²⁷ entende ser conflitante “o voto manifestado em matéria acerca da qual o acionista votante tem interesse inconciliável com o da sociedade”. Também nesse sentido entende Luiz Antônio Sampaio Campos²⁸, ao afirmar que segundo o qual “a mera duplicidade de interesses não é caracterizadora de conflito de interesses. A relação bilateral não induz conflito de interesses necessariamente”.

Em que pese o fato de, em primeira análise, não haver aparente divergência doutrinária em relação à definição o conflito de interesses, existe forte divergência na doutrina e a jurisprudência em relação à apuração da existência de tal conflito de interesses. Nesse sentido, surgiram duas correntes majoritárias, o conflito de interesses formal e o conflito de interesses material.

Na sequência, passa-se à breve análise das referidas teorias majoritárias.

2.2. CONFLITO FORMAL

De um lado, parte da doutrina e da jurisprudência entende que o conflito de interesses de que trata o artigo 115, § 1º, da Lei das Sociedades por Ações seria um conflito formal, potencial e perceptível *a priori*, de forma que a determinação do impedimento de exercício de direito de voto seria possível pela mera constatação de que um determinado acionista teria um duplo interesse no resultado da deliberação assemblear, e a presunção de que tal duplo interesse não poderia ser conciliado.

²⁷ COELHO, Fábio Ulhôa. Curso de Direito Comercial. 8ª ed. São Paulo: Saraiva, 2005. v. II, p. 313

²⁸ CAMPOS, Luiz Antônio Sampaio. Direito das Companhias. 1ª ed. Rio de Janeiro: Forense. v. I, p. 1157.

Os doutrinadores que defendem o conflito de interesses formal seguem uma interpretação estrita da Lei das Sociedades por Ações. De acordo com esta corrente, existe a presunção de que a declaração de vontade do acionista estaria contaminada por um interesse estranho àquele da sociedade e que, em face desse risco de privilegiar seu interesse particular em face do interesse da companhia, o acionista não poderia participar da formação da vontade social.

A corrente formalista de interesses tem entre seus seguidores especialmente os juristas mais inclinados às teorias institucionalistas, já que encaram o direito de voto como um poder exercido no interesse de outrem (no caso do acionista, no interesse da sociedade), o que acarretaria o dever do acionista de abster-se de votar em caso de conflito²⁹.

Segundo estes autores, a verificação ser feita sempre *a priori*, estando o acionista impedido de votar sempre que houver situação de interesses conflitantes, uma vez que seria impossível atender ao mesmo tempo ao interesse do indivíduo na condição de acionista e na condição de ente particular. Dentre os mais ilustres seguidores da tese formal está Modesto de Souza Barros Carvalhosa³⁰, conforme verifica-se no transcrito a seguir:

A configuração do interesse conflitante, além das duas hipóteses tipificadas em lei, torna-se uma questão que a priori somente pode ser deslindada através do critério formal. Impossível encarar a questão casuisticamente. (...) o contraste de interesses das partes, que existe em todo contrato bilateral ou unilateral, é a razão formal para a suspensão do exercício do voto pelo acionista pré-contratante ou contratante com a sociedade.

De acordo com tais doutrinadores, a proibição do exercício do direito de voto daquele acionista deveria ser posta em prática anteriormente à deliberação da assembleia geral sobre a questão em pauta, sendo, portanto, desnecessária a análise do mérito do voto do acionista que possua interesses conflitantes, e do efetivo prejuízo ao

²⁹ CARVALHOSA, Modesto de Souza Barros. Comentários à Lei das Sociedades Anônimas. 3ª ed. São Paulo: Saraiva, 2003. v. II, p. 451 e 452.

³⁰ CARVALHOSA, Modesto de Souza Barros. Comentários à Lei das Sociedades Anônimas. 3ª ed. São Paulo: Saraiva, 2003. v. II, p. 464.

interesse social da companhia em razão do voto do acionista conflitado. É nesse sentido que entende Fábio Konder Comparato³¹, *in verbis*:

A lei brasileira, como a italiana, proíbe seja dado em assembleia geral um voto conflitante com o interesse da companhia. Indaga-se, portanto, se a mesa diretora dos trabalhos da assembleia estaria autorizada a não computar esse voto na deliberação. Parece evidente que sim, quando se trata de uma das situações de conflito aberto de interesses, relacionadas no § 1º do art. 115: deliberações relativas ao laudo de avaliação dos bens com que o votante concorrer para a formação do capital, aprovação de contas do votante como administrador ou concessão de vantagens pessoais. Trata-se, afinal, de mera aplicação do princípio *nemo iudex in causa propria*. Tirante esses casos expressamente indicados na norma, para que haja impedimento do voto é mister que o conflito de interesses transpareça a priori da própria relação ou negócio sobre que se vai deliberar, por exemplo, um contrato bilateral entre a companhia e o acionista. Não transparecendo preliminarmente o conflito de interesses, nem por isso deixa de valer a proibição do voto, a qual continua a se dirigir ao votante e que pode, em qualquer hipótese, ser invocada por outros acionistas presentes na assembleia.

No mesmo sentido, entende a ex-diretora da CVM, Norma Jonssen Parente³², ao afirmar que “*não é verdade que o acionista só deve se abster de votar quando o seu interesse particular implicar no sacrifício do interesse da sociedade, vez que o conflito de interesses não exige que os interesses sejam opostos, mas que o acionista tenha duplo interesse*”.

Sob o prisma da teoria do conflito formal de interesses, o duplo interesse do acionista no resultado de uma deliberação assemblear levaria a uma situação de *divieto di voto*, independentemente da análise do mérito da decisão e dos efeitos da deliberação fulminada, ainda que o negócio jurídico dela decorrente acarrete benefícios equitativos para a companhia e para o acionista infrator³³.

2.3. CONFLITO MATERIAL

³¹ COMPARATO, Fábio Konder. Controle conjunto, abuso no exercício do voto acionário e alienação indireta de controle empresarial, in *Direito Empresarial: Estudos e Pareceres*, Saraiva, 1995, p. 91.

³² Declaração de voto da diretora Norma Jonssen Parente no julgamento do Inquérito Administrativo CVM Nº TA/RJ2001/4977, decidido em 19.12.2001.

³³ EIZIRIK, Nelson; *A Lei das S/A Comentada*, vol. 1; São Paulo: ed. Quartier Latin: 2011, p. 663.

De outro lado, a outra parte da doutrina, esta majoritária³⁴, defende que o dito conflito seria um conflito de ordem material.

De acordo com esta teoria, não seria possível identificar aprioristicamente e em abstrato a existência de um conflito de interesses antes da antes da deliberação da assembleia geral. Em razão disso, a verificação de um conflito de interesses propriamente dito dependeria, primeiramente, do exercício do acionista de seu direito e voto e, posteriormente, quando analisadas as circunstâncias de fato existentes e eventuais consequências danosas do interesse conflitante do acionista à sociedade, o que, logicamente, só caberia ser feito *a posteriori* da respectiva deliberação.

Este conflito substancial de interesses, ou conflito *stricto sensu*³⁵, decorre de um desvio de finalidade do voto de um acionista, quanto este seja empregado para a satisfação de interesses do acionista que sejam absolutamente incompatíveis com os interesses da sociedade. Consequentemente, seria necessária a análise em concreto para a determinação de um conflito, mediante a apresentação de provas matérias da incompatibilidade do voto e dos danos decorrentes de seu exercício.

Este entendimento é representado com maestria na fala de Carlos Fulgêncio da Cunha Peixoto, ainda na vigência do Decreto 2.627/1940, ao afirmar o quanto se transcreve³⁶:

Entretanto, o objetivo do dispositivo é proibir ao acionista votar sobre matéria em que seu interesse entre em choque com o da sociedade (...). Não é fácil a tarefa de aferir os interesses da sociedade e os do acionista para saber se existe ou não choque. A matéria é de fato e deve ser examinada em cada caso, pois, mesmo em uma operação de compra e venda, em determinadas condições, não se poderá dizer, de antemão, se haverá antagonismo entre as partes. Pode, como proclama Eduardo de Carvalho, "dar-se a hipótese de haver convergência ou mutualidade de interesses, por beneficiar a ambas as partes a transação incriminada".

Para os autores que militam em favor da teoria do conflito de interesses material a LSA deveria ser interpretada de forma sistemática, uma vez que o conflito de interesse decorre de situações empíricas, não verificáveis aprioristicamente, mas somente caso a

³⁴ CAMPOS, Luiz Antônio Sampaio. Direito das Companhias. 1ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. I, p. 1156; EIZIRIK, Nelson. Temas de Direito Societário. 1ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 97

³⁵ EIZIRIK, Nelson. Temas de Direito Societário. 1ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 72.

³⁶ PEIXOTO, Carlos Fulgêncio da Cunha. Sociedade por ações. São Paulo: Saraiva, 1973, v. 5, p. 81

caso, com a análise dos efeitos da manifestação do voto pelo acionista. Ainda de acordo com tais autores, não é por acaso que a LSA atribuiu igual tratamento aos conflitos de interesse no âmbito da administração da companhia (artigo 156 da LSA), no âmbito das operações em grupos de fato (artigo 245 da LSA) e no âmbito de incorporação de companhia controlada (artigo 264 da LSA), todas hipóteses em que eventual subordinação do interesse social a interesses escusos do acionista somente é aferível e verificável *a posteriori*.

Nas palavras de Francesco Galgano³⁷:

Hay conflicto de intereses entre socio y sociedad cuando el socio se encuentra en la condición de ser titular, ante determinada decisión, de un doble interés: de su interés de socio y, además, de un interés externo de la sociedad, y esta duplicidad de intereses ha de ser de tal naturaleza que no pueda obtener el uno sin sacrificar el otro interés. La simple duplicidad de la posición de intereses en cabeza de un mismo sujeto por sí sola no implica, sin embargo, una situación de conflicto en sentido técnico. Las dos posiciones pueden ser entre sí solidarias, ya que el socio puede alcanzar su propio interés sin perjudicar el interés de la sociedad. Inclusive, en el contrato consigo mismo el comportamiento del representante no es posible censurarlo, cuando "el contenido del contrato esté determinada en forma que excluya la posibilidad de conflicto de intereses".

E, por fim, para melhor ilustrar esse argumento materialista, segue o entendimento Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira³⁸, autores do anteprojeto da Lei das S.A.:

Interesse conflitante significa interesse oposto, contrário, incompatível ou colidente. Não é apenas interesse diferente, ou distinto, que pode ser, inclusive, coincidente com o da companhia, ou complementar a este: é válido o voto proferido pelo acionista no interesse da companhia, ainda que na deliberação tenha outro interesse próprio, distinto do da companhia, desde que não seja com este conflitante.

Como se vê, de acordo com os autores materialistas, não é possível aceder a uma posição formalista, uma vez que fazê-lo implicaria presumir que a duplo interesse do

³⁷ GALGANO, Francesco. Derecho Comercial. Bogotá: Editorial Temis S.A, 1999. Vol. II, p. 410.

³⁸ Citado pelo diretor da CVM Luiz Antônio em declaração de voto no julgamento do Inquérito Administrativo CVM nº TA-RJ2002/1153, decidido em 6.11.2002.

acionista necessariamente levaria à uma situação de prejuízo da companhia, o que justificaria a proibição em absoluto do voto do acionista conflitado, que ficará indefinidamente impedido de votar sobre tal deliberação.

Defendem ainda que, em face da inexistência de um critério objetivo previamente estabelecido para a determinação de existência de conflito de interesses (como é o caso das demais hipóteses que ensejam a proibição do exercício do direito de voto nos termos do parágrafo primeiro do artigo 115 da LSA), a constatação da alegada conflituosidade tornar-se-ia necessária e invariavelmente uma questão empírica, factualmente verificável somente em caso concreto e a posteriori, à luz das circunstâncias em que foi lançado e das consequências do voto em análise³⁹.

Ainda nesse sentido, afirmam não ser possível afirmar categoricamente (como fazem os autores formalistas) que o acionista que possua interesse particular no resultado de uma votação assemblear sempre e necessariamente irá voto de forma a beneficiar-se e obter uma vantagem indevida, devendo existir aí uma presunção de boa-fé. Caso contrário, por receio de que o acionista cujo voto foi impugnado poderia vir a prejudicar a companhia, em virtude de um aparente e eventual conflito de interesse, proceder-se-ia à prévia e sumária expropriação do direito de voto, com fundamento na presunção de que o acionista perpetraria uma ilegalidade acaso fosse lícito votar. Nesse sentido, manifestou-se o Eli Loria, diretor da CVM, em voto proferido em sede do julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2009/13179⁴⁰:

O entendimento pelo controle a priori do voto inverte a lógica da lei societária de prevalência da maioria e, conforme destacado em votos proferidos em casos anteriores, impede de votar aquele que sofrerá um impacto relevante da decisão (por sua participação expressiva no capital social da companhia) e que melhor conhece os negócios sociais, confrontando o princípio da boa-fé que rege as relações comerciais, sendo o exercício do voto regra geral que, aliás, constitui-se em um direito do acionista não-controlador e em um dever do acionista controlador.

³⁹ ARAGÃO, Paulo César in CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; WARDE JUNIOR, Walfrido Jorge; GUERREIRO, Carolina Dias Tavares (coord.) Direito Empresarial e Outros Estudos em Homenagem ao Processador José Alexandre Tavares Guerreiro. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 205

⁴⁰ Declaração de voto do diretor Eli Loria no julgamento do Processo Administrativo CVM nº RJ2009/13179, decidido em 9.9.2010.

É de se notar ainda que mesmo deliberações tidas como potencialmente danosas ao interesse social podem representar uma oportunidade a que tanto a companhia e quanto o acionista experienciem vantagens econômicas relativas. Dessa forma, não haveria aos olhos da doutrina materialista, prejuízo em que o acionista persiga seus interesses pessoais, desde que não sacrifique os interesses sociais neste processo⁴¹. Em razão disso, assevera João Pedro Barroso do Nascimento⁴² que:

(...) o critério substancial é o mais adequado à apuração da ocorrência do conflito de interesses no exercício do direito de voto nas sociedades anônimas.

2.4. EVOLUÇÃO DO ENTENDIMENTO DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM

Inexiste melhor expressão do impasse observado entre as correntes doutrinárias acerca da natureza do conflito de interesses (formal ou material) que a jurisprudência histórica da CVM.

Nos termos do artigo 5º da Lei 6.385/1976 (Lei do Mercado de Valores Mobiliários), a CVM é uma “*entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária*”.

Compete à CVM a regulação e normatização das matérias expressamente previstas na Lei do Mercado de Valores Mobiliários e na Lei das Sociedades por Ações e, especificamente, regulamentar das operações com valores mobiliários, normatizar a emissão e negociação de valores mobiliários, e fiscalizar as sociedades anônimas abertas e dos agentes que operam no mercado de capitais⁴³.

⁴¹ LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. Direito das Companhias. Vol. I. Rio de Janeiro: Forense. 2009, p. 403.

⁴² NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. Conflito de Interesses no exercício do Direito de Voto nas Sociedades Anônimas. 1a parte. in Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. no. 24. coord. Arnoldo Wald. Revista dos Tribunais, 2004. p. 153

⁴³ COELHO, Fabio Ulhôa. Curso de Direito Comercial. 8ª ed. São Paulo: Saraiva, 2005. v. 2, p. 72.

Por vezes, a CVM se manifestou sobre a interpretação do instituto do interesse conflitante previsto no parágrafo primeiro do artigo 115 da Lei das Sociedades por Ações, e sobre as consequências de eventual conflito – formal ou material – sobre o exercício do direito de voto do acionista alegadamente em conflito.

Em certos casos, tais manifestações da CVM fundamentaram-se na prerrogativa da CVM de fiscalizar, mediante provocação de partes interessadas ou *ex officio*, a ocorrência de ilegalidades e descumprimentos à Lei do Mercado de Valores Mobiliários ou à Lei das Sociedades por Ações, com o objetivo de prevenir ou remediar danos às partes interessadas, por vezes mediante a imposição de multas e penalidades aos contraventores.

Em outros casos, as manifestações da CVM fundamentaram-se na competência consultiva da CVM, quando esta atua para esclarecer a interpretação e entendimento da CVM sobre determinados dispositivos aplicáveis às operações com valores mobiliários. Estas manifestações de entendimento, comumente publicadas sob a forma de ofícios-circulares, visam ofertar maior segurança jurídica ao mercado de capitais, e tem caráter vinculante à Administração Pública no que concerne a opinião esposada no caso em concreto.

Não obstante, como se verá adiante, a CVM não tem, no que tange o instituto do instituto do interesse conflitante previsto no parágrafo primeiro do artigo 115 da Lei das Sociedades por Ações, o costume de observar suas próprias orientações

2.4.1. CASO TIM

O Inquérito Administrativo CVM nº TA/RJ2001/4977, que eventualmente ficou conhecido “Caso TIM” nos anais da jurisprudência da CVM, diz respeito à assembleia geral extraordinária da companhia CTMR Celular S.A. (CMTR) realizada em 25.4.2000, e sobre a alegação de existência de interesse conflitante da acionista Tele Celular Sul Participações S.A. (TCS), acionista controladora, sobre a matéria em deliberação.

Na referida assembleia geral extraordinária, foi aprovado pela unanimidade dos acionistas presentes, inclusive com o voto da acionista controladora, o pagamento de 1% (um por cento) da receita líquida da CMTR à empresa Telecom Italia Mobile, a título de

royalties pelo uso da marca TIM. Nota-se que a empresa Telecom Italia Mobile não é acionista da CMTR, nem tampouco controladora direta, mas controladora indireta da TCS, esta sim acionista da CMTR.

O inquérito administrativo foi então instaurado face à proposta apresentada pela Superintendência de Relações com Empresas (SEP), órgão vinculado à CVM. No entendimento da SEP, houve abuso de poder e interesse conflitante no voto proferido pela TCS, nos termos do caput e parágrafo primeiro do artigo 115 da Lei das Sociedades por Ações, além de não ter sido definitivamente comprovado pelo inquirido de que o contrato para o pagamento de royalties seria celebrado em condições equitativas e compatíveis com as práticas de mercado.

O inquérito foi julgado em 19.12.2001, em que prevaleceu, por maioria de votos, o voto da relatora Norma Parente, no sentido de que houve violação à proibição entabulada no parágrafo primeiro do artigo 115 da Lei das Sociedades por Ações. Para a relatora, a mera participação da TCS em polos contratuais ditos opostos - como licenciada, na condição de controladora direta da CMTR, e como licenciadora, na condição de controladora indireta da Telecom Italia Mobile - implicaria, necessariamente, a existência de interesse conflitante ou benefício particular da TCS.

Nota-se neste caso, portanto, a clara predileção do órgão colegiado da CVM pela teoria do conflito formal de interesses, em que a situação de conflito deve ser verificada *a priori*. Nas palavras da diretora relatora Norma Parente⁴⁴:

Na presente hipótese, é inquestionável, a meu ver, que o benefício do controlador decorre do próprio contrato por figurar ele nos dois lados, razão pela qual deveria abster-se de votar independentemente de o contrato ser ou não equitativo. Trata-se de negociação consigo próprio. Ao referir-se as deliberações que puderem beneficiar o acionista, a lei não pressupõe que o acionista está contratando com a companhia contra o interesse social. Por outro lado, o conflito de interesses não pressupõe que os interesses sejam opostos, mas que o acionista tenha duplo interesse. (...). Não precisa o conflito ser divergente ou oposto ou que haja vantagem para um e prejuízo para o outro. A lei emprega a palavra conflito em sentido lato abrangendo qualquer situação em que o acionista estiver negociando com a sociedade.

⁴⁴ Declaração de voto da diretora presidente Norma Parente no Inquérito Administrativo CVM nº TA/RJ2001/4977, decidido em 19.12.2001.

Acompanharam o voto da eminente relatora os diretores Wladimir Castelo Branco Castro e José Luiz Osorio de Almeida Filho. O diretor José Luiz Osorio de Almeida Filho acrescentou ainda que vislumbrava a existência de um aparente vício no contrato de royalties aprovado pela assembleia geral, uma vez que este vinculada o cálculo dos royalties a um percentual calculado sobre o seu faturamento, e não do lucro efetivamente pela CMTR, o que faria com que a remuneração independesse dos esforços do controlador para manter a companhia lucrativa, o que poderia culminar em prejuízo aos demais acionistas e, dessa forma, em violação ao inciso V do artigo 1º da Instrução CVM nº 323/2000⁴⁵. Não obstante, diretor José Luiz Osorio de Almeida Filho alertou também que:

(...) à CVM não cabe analisar o mérito desses contratos [de royalties], substituindo o acionista no exercício do seu poder de voto. Porém, deve ela cuidar para que haja a devida transparência acerca das circunstâncias que envolvem esse tipo de contratação.

Conforme mencionado, a deliberação do órgão colegiado foi tomada por maioria dos diretores. Dentre os que diretores que divergiram do voto da relatora, e o único a manifestar-se contrariamente à posição defendida pela relatora Norma Parente, está o diretor Luiz Antônio de Sampaio Campos, defensor da teoria do *conflito material* de interesses. De acordo com o diretor, o interesse conflitante descrito no artigo 115 da LSA “*deve ser substancial, não formal, efetivo e inconciliável, (...) que não permitiria a convergência ou a conciliação, mas que, para o atendimento do interesse de uma das partes, necessariamente se exigiria o sacrifício da outra parte*”. Ainda nas palavras do diretor, a caracterização e verificação do interesse conflitante só poderia ser feita a posteriori, em análise ao caso concreto:

(...) deve-se permitir ao acionista [controlador] votar, na suposição de que ele não faltará com os deveres que lhe são impostos no artigo 115, caput, e no artigo 116, parágrafo único (...); mas comprovado, por ligeiramente que seja, que este faltou com o seu dever, seu voto será tido como ilegal

⁴⁵ Art. 1º São modalidades de exercício abusivo do poder de controle de companhia aberta, sem prejuízo de outras previsões legais ou regulamentares, ou de outras condutas assim entendidas pela CVM: V - a celebração de contratos de prestação de serviços, inclusive de gerência e de assistência técnica, com sociedades coligadas ao acionista controlador ou por ele controladas, em condições desvantajosas ou incompatíveis às de mercado;

e a deliberação poderá ser anulada, se este voto tiver sido determinante para a formação da maioria necessária à validade da deliberação. (...) Mais ainda, esta contraposição, este conflito, deve ser substancial, não formal, efetivo e inconciliável. Seria aquele conflito de interesse que não permitiria a convergência ou a conciliação, mas que, para o atendimento do interesse de uma das partes, necessariamente se exigiria o sacrifício da outra parte. Para se alcançar um interesse, ter-se-ia invariavelmente que prejudicar o outro.

Nota-se no caso a confusão da relatora e dos demais diretores quanto aos conceitos de *interesse conflitante* e *benefício particular*, ambos contidos na redação adotada pelo parágrafo primeiro do artigo 115 da Lei das Sociedades por Ações. Tal confusão fica evidente no voto proferido pelo diretor Marcelo Fernandes Trindade, que acompanhou a decisão da relatora no que concerne à abstenção do exercício do voto, não com fundamento em um eventual conflito de interesses, mas por entender que à CMTR seria garantido um benefício particular com a celebração do contrato:

(...) entendo que na deliberação sobre a celebração de um contrato bilateral entre a companhia e o acionista está previamente impedido o voto deste último, não porque enxergue necessariamente no contrato um conflito de interesses – interesses que, aliás, normalmente convergem -, mas porque nele vejo um benefício particular (a contraprestação), benefício este que, concedido ao acionista contratante, não é estendido aos demais acionistas, por razões óbvias. (...) A meu juízo, nesses casos o acionista deve abster-se de votar, em obediência à regra do §1º do art. 115 da Lei 6.404/76, pois a regra do impedimento do voto deve ser posta em prática previamente à deliberação.

Cabe a ressalva de que foi interposto recurso à decisão do colegiado a este inquérito administrativo. O Recurso Voluntário 4120, interposto perante o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN), teve seu provimento negado pelo CRSFN, por maioria de votos, mantida assim a decisão da CVM, tendo os conselheiros deliberado que o voto considerado eivado de conflito de interesses deve ser proibido *a priori*, dessa forma corroborando com a teoria formalista do interesse conflitante.

2.4.2. CASO PREVI

O Inquérito Administrativo CVM Nº TA-RJ2002/1153, também conhecido como “Caso PREVI”, diz respeito à assembleia geral extraordinária da companhia Tele Norte Leste Participações S.A. (TNLP), realizada em 30.11.1999, por meio do qual os acionistas da companhia aprovaram a celebração de acordo de prestação de serviços gerenciais, a ser celebrado entre a TNLP e a sua acionista controladora, a Telemar Participações S.A. (TELEMAR).

A deliberação da assembleia geral em favor da celebração do acordo de prestação de serviços se deu com votos da Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (PREVI), da Fundação Sistel de Seguridade Social (SISTEL), e dos Fundos Mútuos de Investimento em Ações – Carteira Livre I e Carteira Livre BB Guanabara, dos quais a PREVI e a SISTEL eram os únicos cotistas. Além disso, a PREVI e a SISTEL detinham conjuntamente 77,84% do capital do fundo FCF, acionista controlador da companhia Fiago Participações S/A que, por sua vez, possuía na época 19,90% do capital da TELEMAR.

Para melhor clareza, veja abaixo um organograma com a estrutura societária e respectivas participações das partes envolvidas:

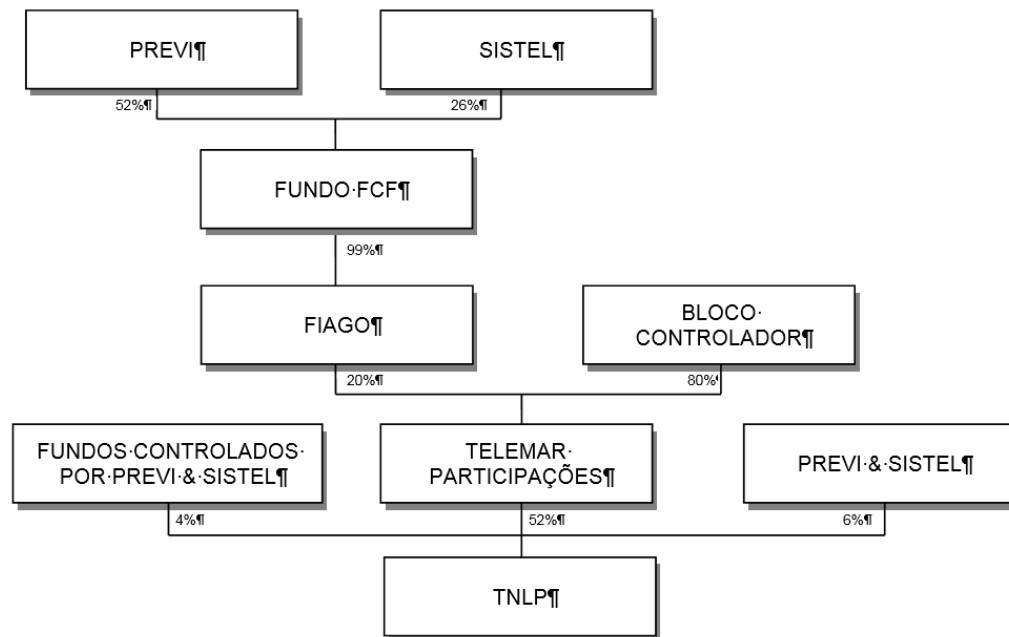


Figura 1

Em que pese o fato de a TELEMAR ter se absterido de votar na assembleia geral extraordinária em questão, a SEP identificou um possível conflito de interesses, em razão na participação acionária indireta da PREVI e da SISTEL no capital social da TELEMAR, através da Fiago Participações S/A. De acordo com a SEP, o acordo teria um impacto menor para a PREVI e para a SISTEL que para os demais acionistas da TNLP, e a deliberação não seria aprovada sem os seus votos e os votos dos fundos por elas controlados.

Diante desses fatos, a SEP propôs a abertura de inquérito administrativo, para averiguar eventual infração à proibição ao exercício de direito de voto entabulada no parágrafo primeiro do artigo 115 da LSA.

O inquérito foi julgado em 6.11.2002, em que prevaleceu, por maioria de votos, o entendimento de que não havia conflito de interesses, com base na corrente materialista do conflito de interesses. Tal entendimento foi encabeçado pelo voto divergente do diretor Luiz Antônio de Sampaio Campos, em extenso voto, em que diretamente contesta a abordagem formalística adotada pela relatora, e defende a necessidade de comprovação de conflito efetivo para privar o acionista do direito de votar:

O exame formal, aberto, preventivo e aparente do conflito de interesse, como requer o voto vencido, é algo, a meu ver, muito violento e assistemático dentro do regime do anonimato, pois afasta a presunção de boa-fé, que me parece ser a presunção geral, e mais, tolhe um direito fundamental do acionista ordinário que é o direito de voto, no pressuposto de que ele não teria como resistir à tentação. Dito de outra forma, estar-se-ia a expropriar previamente o direito de voto do acionista no pressuposto de que ele poderia vir a prejudicar a companhia se lhe fosse permitido votar, em virtude de um aparente e eventual conflito de interesse. Haveria a presunção de que o acionista perpetraria uma ilegalidade acaso fosse lícito que proferisse o seu voto, presumivelmente numa espécie de consagração da fraqueza humana. A presunção da punica fides cartaginesa.

(...) entendo que, no caso, não está, pelo menos por ora, comprovada a ocorrência de conflito de interesses, nem que o contrato aprovado seria lesivo ao interesse social. De fato, o voto da Diretora Relatora expressamente reconhece que não faz qualquer juízo de valor sobre a lesividade ou não dos votos proferidos ao interesse social. Como dito, a meu ver, para entender que haveria proibição de voto e que, portanto, o voto proferido teria sido ilegal, a CVM deveria ter comprovado que efetivamente o interesse social havia sido sacrificado, e isso, com vantagem de estar falando já após os fatos. Tal prova não foi feita; dela

não se desincumbiu a CVM, nem procurou fazê-lo; limitou-se a CVM ao terreno fácil da formalidade, afastando-se da substância, que penso ser essencial, razão pela qual não vejo fundamento jurídico para decidir contra os Defendentes.

Acompanhou o voto vencedor o diretor-presidente Luiz Leonardo Cantidiano, que expressamente divergiu o voto da relatora Norma Parente, sob o argumento de que o interesse da TELEMAR e de suas acionistas indiretas PREVI e SISTEL era convergente com o interesse da TNLP, que obteria, em razão do contrato celebrado, uma assistência técnica de experientes e bem-sucedidos empresários, o que proporcionaria melhor desempenho das atividades que se pretendia pretendiam desenvolver.

Nesse sentido, o diretor-presidente deixou claro em seu voto o entendimento em favor de uma interpretação materialista, *in verbis*:

Continua o parágrafo 1º dizendo que o acionista também não poderá votar em quaisquer outras deliberações que puderem beneficiá-lo de modo particular ou em que tiver interesse conflitante com o da companhia. Olhando a parte final do parágrafo final 1º pelo outro lado, verifica-se que se a deliberação não puder beneficiar o acionista de modo particular e/ou se o seu interesse estiver sintonizado com o interesse da companhia ele estará admitido a votar. Ele poderá votar. (...) Essa constatação de que os interesses eram sintonizados, e de que o contrato foi feito em base comutativas, demonstra que não há qualquer benefício particular que pudesse ser auferido pela contraparte da companhia, que é a Telemar Participações, e muito menos para as suas acionistas que eram Previ e Sistel.

Em suas conclusões, o diretor-presidente ressaltou ainda que mesmo a TELEMAR, acionista controladora da TNLP, poderia ter votado na deliberação então contestada, visto que não havia sido configurada na hipótese a situação prevista no artigo 115 da LSA para proibir o exercício do direito de voto. Consequentemente, reiterou o seu teor de seu voto afirmando que, igualmente, PREVI e SISTEL também estariam livres e desimpedidas para votar.

O voto divergente foi também acompanhado pelo diretor Wladimir Castelo Branco Castro, que alterou o seu entendimento anteriormente manifestado no Caso TIM (em favor da teoria formalista). No sentir do diretor Castro, não havia sido inequivocamente demonstrado que os acionistas indiciados tenham votado com interesse conflitante com

o da companhia, ou tenham votado com o intuito de obter qualquer vantagem para si. Nas palavras do próprio diretor, em seu sucinto voto:

No meu entendimento, em face do disposto no artigo 115 da Lei das Sociedades por Ações, o acionista, controlador ou não, deve exercer seu direito de voto no interesse da companhia. Se houver, por conseguinte, uma desobediência a esse princípio, estará caracterizado o abuso do direito de voto e, no caso específico, o conflito de interesses. O primeiro juízo a respeito do conflito de interesse deve caber ao acionista (...). Não se deve partir da premissa de que o acionista não votou de boa-fé, devendo o conflito ser apurado a posteriori (grifos nossos).

Por sua vez, a relatora Norma Parente, em linha com o voto anteriormente proferido no Caso TIM, reiterou o entendimento o conflito de interesses é meramente formal, constatado *a priori*, e que um acionista que tenha interesse conflitante com o da companhia está proibido de votar em qualquer sentido, ainda que seu voto venha a ser conforme o interesse social. Nas palavras da diretora-relatora:

(...) tem-se que o conflito de interesses ocorre sempre que o acionista se encontra em posição dupla frente à sociedade. Ao mesmo tempo em que ele possui o dever legal de votar em favor dos interesses da sociedade, surge o seu interesse privado na outra ponta, de modo que é impossível atender plenamente aos dois, sendo inevitável o sacrifício de um em nome do outro. Para evitar que o interesse social seja renunciado pelo acionista, a lei 6.404/76 impediu o mesmo de deliberar nas assembleias em que possa haver o conflito.

Tão importante quanto a aparente mudança de posicionamento da CVM no caso PREVI, e a despeito de tal aparente mudança, é a reforma desta pelo CRSFN em sede do Recurso 4585 - 02/1153, interposto pela própria CVM para reformar a decisão do colegiado. Acatando o recurso interposto pela CVM, o órgão recursal reformou a decisão para determinar a imposição de multa pecuniária individual no valor de R\$ 100.000,00 aos indiciados. O fundamento empregado pelo CRSFN, em linha com o decidido no Caso TIM, é que a determinação da existência de uma situação conflituosa entre os interesses do acionista e o da companhia em relação a uma determinada matéria, e a consequente determinação sobre a proibição do exercício do direito de voto daquele acionista em assembleia, deveria se dar com base uma análise eminentemente formal.

2.4.3. CASO AMBEV

O Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2004/5494⁴⁶, também conhecido como “Caso AMBEV”, concerne recurso apresentado pela PREVI em face da decisão da SEP que não acolheu reclamação da apresentada pela PREVI contra a Companhia de Bebidas das Américas - AMBEV e contra seus controladores, os Srs. Jorge Paulo Lemann, Carlos Alberto Sicupira e Marcel Telles, em função da operação de permuta de ações de AMBEV, detidas pelos controladores, por ações de emissão da Interbrew S.A. (Interbrew) e a incorporação pela AMBEV da Labatt Brewing Canadá Holding Ltd. (Labatt), empresa detida pela Interbrew.

Em apertado resumo, a operação de permuta de ações e de incorporação executada pela AMBEV e seus controladores foi executada em duas fases.

Primeiro, realizou-se permuta de ações entre os acionistas da Braco S.A. (Braco), então controladora da AMBEV, e a Interbrew. Em contrapartida pelas ações emitidas pela Interbrew em favor dos acionistas da Braco, a Interbrew (que passou a ser denominada Interbrew AmBev S.A.) passou a deter diretamente as ações da Braco.

Segundo, decidiu-se, por meio assembleia geral extraordinária dos acionistas da AMBEV⁴⁷, realizada em 18.5.2004, aprovar a emissão de 19,3 bilhões de ações em favor da Interbrew AmBev S.A., em troca da totalidade das ações da Labatt. Ao final da operação, e após a consolidação das participações societárias originalmente detidas pelos ex-acionistas da Braco e da Interbrew em uma holding, a Stichting Interbrew S.A., a estrutura societária do grupo, e respectivas participações das partes envolvidas, eram como descritas no organograma abaixo:

⁴⁶ Disponível no site <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0002/4483-0.pdf>. Acesso em 22.6.2017.

⁴⁷ Disponíveis no site http://ri.ambev.com.br/arquivos/Ambev_Atacomunicado_port.pdf; e no site http://ri.ambev.com.br/arquivos/Ambev_Atage_20040827.pdf, acessados em 22.6.2017.

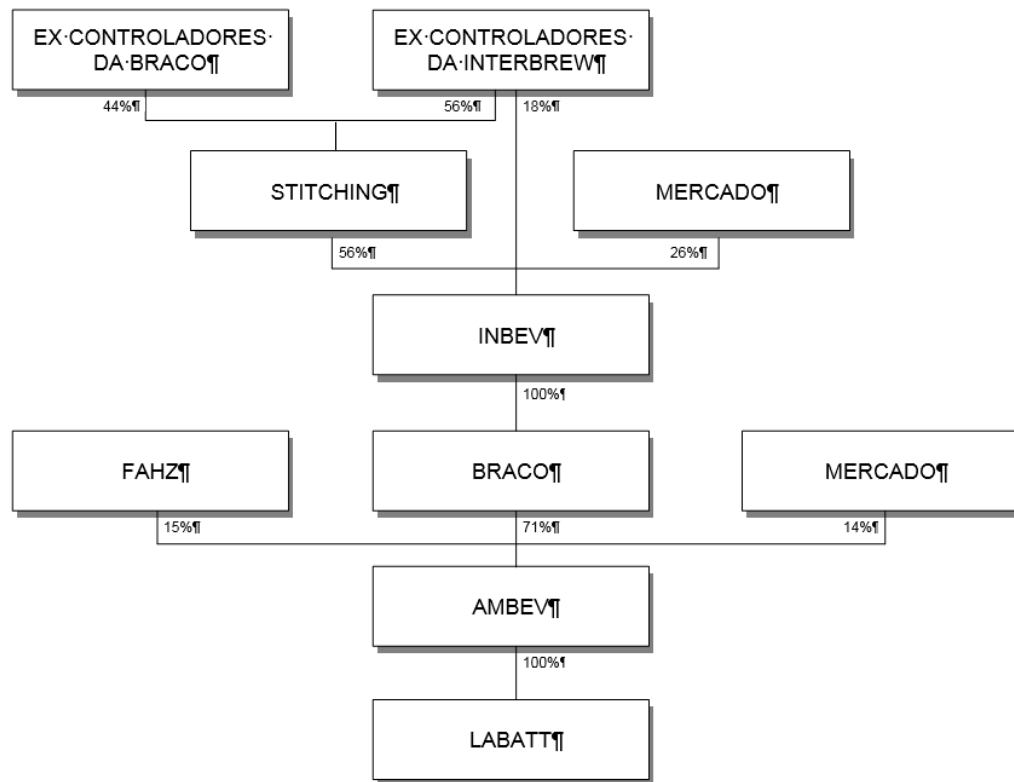


Figura 2.

A PREVI apresentou, em 8.4.2004, reclamação junto à CVM alegando irregularidades envolvendo as operações de permuta das ações e incorporação da Labatt. Dentre as irregularidades apontadas pela PREVI, estão a alegação de que os controladores da AMBEV agiram em abuso do poder de controle, auferindo benefícios exclusivos ao impor uma reestruturação societária envolvendo a incorporação de Labatt em termos e condições incertas, e que ocorreu conflito de interesses dos acionistas controladores e dos administradores no processo de aprovação da operação.

Em face da reclamação apresentada pela PREVI, a SEP manifestou-se ⁴⁸ no sentido de que, aos olhos da SEP, "*inexistem, até o presente momento, elementos que permitam caracterizar a operação como lesiva e que justifiquem a instauração de processo administrativo sancionador, o que não exime esta Superintendência do dever de acompanhar os fatos e a evolução da operação de que se trata para, desde que de posse de elementos suficientes, adote as providências administrativas devidas.*"

⁴⁸ OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-2/N.º 313/04

Inconformada com a decisão da SEP, a PREVI interpôs recurso, reiterando as alegações feitas em sede de reclamação. Especificamente em relação à alegação de conflito de interesses, a PREVI alegou que o benefício auferido pelos controladores da AMBEV de se tornarem controladores da Interbrew só se materializou e era intrinsecamente dependente da incorporação da Labatt, e que, por esse motivo, os controladores estariam em conflito de interesses e, conseqüentemente, proibidos de exercer seu direito de voto naquela assembleia geral.

O voto-vencedor, proferido pelo diretor-relator Wladimir Castelo Branco Castro⁴⁹, e acompanhado pelo diretor Marcelo Fernandes Trindade⁵⁰, manteve o entendimento em favor da corrente do conflito material de interesses adotado no Caso PREVI, e asseverou que, ao se referir ao interesse conflitante do acionista no parágrafo primeiro do artigo 115, *“a lei societária está se referindo a um conflito substancial, que exige um controle expost do exercício do direito de voto pelo acionista, por meio da análise do conteúdo da deliberação”*.

Não obstante, o diretor relator foi cuidadoso ao alertar que, for um ponto de vista estrito, a questão em tela sequer deveria ser submetida ao crivo imposto pelo artigo 115 da LSA, uma vez que se trata de incorporação de companhia sob controle comum (a incorporação da Labatt somente ocorreu após a Interbrew AmBev S.A. se tornar acionista da AMBEV). Nestes casos, a Lei das Sociedades por Ações reconhece a submissão do interesse da companhia ao interesse do grupo, afastando, por conseguinte, a aplicação da regra sobre conflito de interesses nas deliberações assembleares, em favor da aplicação do artigo 264 da LSA⁵¹.

Novamente restou superado o voto divergente da diretora Norma Parente⁵², que entendeu que as operações de permuta e incorporação deveriam ser consideradas como

⁴⁹ Declaração de voto do diretor Wladimir Castelo Branco Castro no Processo CVM RJ 2004/5494, julgado em 16.12.2004.

⁵⁰ Declaração de voto do diretor Marcelo Fernandez Trindade no Processo CVM RJ 2004/5494, julgado em 16.12.2004.

⁵¹ Artigo 264. Na incorporação, pela controladora, de companhia controlada, a justificação, apresentada à assembleia-geral da controlada, deverá conter, além das informações previstas nos artigos 224 e 225, o cálculo das relações de substituição das ações dos acionistas não controladores da controlada com base no valor do patrimônio líquido das ações da controladora e da controlada, avaliados os dois patrimônios segundo os mesmos critérios e na mesma data, a preços de mercado, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários, no caso de companhias abertas.

⁵² Declaração de voto da diretora Norma Jonssen Parente no Processo CVM RJ 2004/5494, julgado em 16.12.2004

partes de uma mesma operação, não podendo ser dissociadas. Sob este prisma, defendeu a diretora ser cabível a análise da questão sob a ótica do artigo 115 da LSA. Nesse ínterim, a diretora entendeu ainda que os controladores da AMBEV estariam impedidos de votar nos termos do parágrafo primeiro do artigo 115, seja porque a matéria submetida à assembleia geral versava sobre laudo de avaliação de bens com os quais os controladores concorreram para a formação do capital social (os bens, ativos e patrimônio da Labatt, companhia incorporada pela AMBEV), seja porque verifica-se no caso que o voto dos controladores foi proferido, sob uma perspectiva formal e apriorística, em conflito de interesses.

2.4.4. CASO TRACTEBEL

O Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ Processo Administrativo nº RJ 2009-13179, também conhecido como “Caso TRACTEBEL”, de relatoria do diretor Alexandro Broedel Lopes, concerne recurso apresentado pela companhia Tractebel Energia S.A. (Tractebel) em face da decisão da SEP exarada em 21.1.2010.

Na referida decisão, a SEP determinou que, nos termos do parágrafo primeiro do artigo 115 da Lei das Sociedades por Ações, o acionista controlador da Tractebel, a GDF Suez Energy Latin America Participações Ltda. (GDF), não poderia votar em assembleia geral com o objetivo de aprovar a aquisição, pela TRACTEBEL, da totalidade das ações ordinárias de emissão da Suez Energia Renovável S.A. (SER), detidas pela própria GDF, conforme fato relevante divulgado em 21.12.2009, uma vez que, no entender da SEP, tal operação poderia beneficiar a GDF de modo particular, e que eventual voto pela GDF seria proferido em conflito de interesses com os interesses da Tractebel.

Em vista da decisão da SEP, a TRACTEBEL interpôs recurso solicitando a revisão do entendimento manifestado sobre a proibição de voto do acionista controlador, e que, do contrário, que fossem excluídas do impedimento à votação da acionista controladora, ao menos, as transações com partes relacionadas negociadas por meio do comitê especial independente, criado nos moldes do Parecer de Orientação CVM nº 35⁵³.

⁵³ Parecer de Orientação CVM nº 35/2008, disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/pare/pare035.html>, acessado em 22.6.2017

Por sua vez, em sede do Processo Administrativo nº RJ 2009-13179 originado do recurso interposto pela TRACTEBEL, a CVM decidiu por maioria dos votos dos diretores, em 9.9.2010, em favor da teoria do conflito formal de interesses, determinando que a GDF, acionista controladora da TRACTEBEL, deveria abster-se de votar na deliberação assemblear que decidiria sobre a aquisição das ações da SER pela TRACTEBEL.

O voto-vencedor foi liderado pelo diretor-relator Aleksandro Broedel Lopes. No entendimento do relator, a GDF estaria impedida de votar em face de um risco de conflito *ex ante*, e que, por este motivo, “*o tratamento adequado, tendo em vista nossa legislação societária e o alinhamento de interesses entre minoritários e controladores, é a abstenção do voto*”⁵⁴.

O voto do diretor-relator foi acompanhado ainda pelos diretores Maria Helena Santana, Otávio Yasbek, e Marcos Barbosa Pinto.

Em sua análise e voto, o diretor Otávio Yasbek divergiu frontalmente do entendimento esposado pelo diretor Eli Loria, voto vencido nesta deliberação, ao afirmar que a nulidade do voto proferido em conflito de interesses não implicaria a nulidade da deliberação tomada pela assembleia, a qual seria tão-somente anulável, nos termos do parágrafo quarto do artigo 115 da LSA⁵⁵, entendimento este reiterado no voto do diretor Marcos Pinto. Em suas conclusões finais, Yasbek⁵⁶ expressa sua predileção pela análise sob o prisma do conflito formal, ao cravar que:

[O] caso que ora se analisa trata de uma das hipóteses em que, em princípio, o conflito é evidente. Ao lado de outros contratos bilaterais, a alienação de bens, do controlador para a sociedade controlada parece-me ser, com efeito, um dos casos clássicos de contraposição de interesses, capazes de gerar impedimento de exercício do poder de voto.

⁵⁴ Declaração de voto do diretor relator Aleksandro Broedel Lopes no PAS CVM nº RJ 2009-13179, em 9.9.2010, disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0007/7190-4.pdf>, acessado em 22.6.2017

⁵⁵ Artigo 115, §4º A deliberação tomada em decorrência do voto de acionista que tem interesse conflitante com o da companhia é anulável; o acionista responderá pelos danos causados e será obrigado a transferir para a companhia as vantagens que tiver auferido.

⁵⁶ Declaração de voto do diretor Otávio Yasbek no PAS CVM nº RJ 2009-13179, julgado em 9.9.2010, disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0007/7190-3.pdf>, acessado em 22.6.2017

Por sua vez, o diretor Marcos Pinto ressaltou em seu voto que ocorrerá conflito de interesses em quaisquer situações em que o acionista não esteja em uma posição adequada para representar os interesses daqueles que representa, e não apenas em casos de interesses absolutamente irreconciliáveis ou incompatíveis⁵⁷. Asseverou ainda o diretor seriam os acionistas minoritários, mesmo que pouco representativos, e não o acionista controlador, aqueles em melhor posição para deliberar em situações de conflito de interesses, uma vez que, de acordo com o diretor; “[n]a prática, o controlador sempre terá incentivos econômicos para favorecer a si próprio em detrimento da sociedade.⁵⁸” Reiterou por fim que tal proibição não se traduz em uma subversão ao princípio majoritário, tão caro ao direito societários, por se tratar de uma situação esporádica, pontual, em face do risco de que o controlador possa favorecer a si próprio em detrimento da sociedade.

Em contraposição ao voto-vencedor, o relator Eli Loria, vencido, voltou a afirmar que a última hipótese do parágrafo primeiro do artigo 115da LSA não descreve uma conduta objetiva, mas uma situação de fato e, portanto, não se poderia afirmar *ex ante* se o voto será conflituoso ou não. Nesse sentido, o diretor Eli Loria⁵⁹ afirmou que a teoria formalista atenta contra a presunção de boa-fé do acionista controlador, *in verbis*:

O entendimento pelo controle *a priori* do voto inverte a lógica da lei societária de prevalência da maioria e, conforme destacado em votos proferidos em casos anteriores, impede de votar aquele que sofrerá um impacto relevante da decisão (por sua participação expressiva no capital social da companhia) e que melhor conhece os negócios sociais, confrontando o princípio da boa-fé que rege as relações comerciais, sendo o exercício do voto regra geral que, aliás, constitui-se em um direito do acionista não-controlador e em um dever do acionista controlador.

Ainda no âmbito da decisão em questão, o colegiado determinou também que a solução proposta pela TRACTEBEL (a eleição de um Comitê Especial Independente para

⁵⁷ Declaração de voto do diretor Marcos Pinto no PAS CVM nº RJ 2009/13179, julgado em 9.9.2010, disponível em <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0007/7190-2.pdf>, acessado em 22.6.2017.

⁵⁸ OLSON, M. The Logic of Collective Action: Public Goods and the Theory of Groups. Cambridge: 1971, p. 7.

⁵⁹ Declaração de voto do diretor Eli Loria no PAS nº RJ 2009/13179, julgado em 9.9.2010, disponível em <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0007/7190-1.pdf>, acessado em 22.6.2017.

Transações com Partes Relacionadas) não solucionaria o conflito de interesses apontado, uma vez que tal Comitê seria composto por administradores, em sua maioria independentes, incluindo membros do Conselho de Administração e da Diretoria da Companhia, e que o conflito de interesses que gera maior preocupação é aquele entre o controlador e o minoritário⁶⁰, sendo que a proposta, da maneira como foi feita, não é capaz de assegurar a proteção aos minoritários. Além disso, conforme apontado pelo diretor Marcos Pinto, como o impedimento ao exercício de voto decorre da lei, não poderia ser afastado.

A decisão do colegiado baseou-se ainda no entendimento de que o próprio Parecer CVM nº 35 é categórico em delimitar sua aplicação exclusivamente à hipótese prevista no artigo 264 da Lei das Sociedades por Ações, ou seja, em operações de fusão, incorporação e incorporação de ações envolvendo a sociedade controladora e suas controladas ou sociedades sob controle comum. Nesse sentido estrito, tal comitê não excepcionaria o alegado conflito formal de interesses observado no caso concreto.

Não obstante a decisão do colegiado impedido o exercício de voto do acionista controlador, a assembleia geral da TRACTEBEL foi por fim realizada em 19.10.2010, com a natural abstenção da GDF, sendo por fim aprovada, pela unanimidade dos acionistas remanescentes, a totalidade das ações ordinárias de emissão da SER pela TRACTEBEL.

2.4.5. CASO ELETROBRÁS

O Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2013/6635, também conhecido como “Caso ELETROBRÁS”, diz respeito ao suposto descumprimento do parágrafo primeiro do artigo 115 da Lei de Sociedade por Ações, por parte da União Federal, em razão de alegada violação à proibição de exercício de voto em caso de conflito de interesses.

A Centrais Elétricas Brasileiras S.A. (Eletrobrás) é uma sociedade de economia mista de capital aberto que atua nos setores de geração, transmissão e distribuição de energia elétrica por meio de concessões administrativas. Um número significativo das

⁶⁰ KRAAKMAN, Reinier; ARMOUR, John; DAVIES, Paul; ENRIQUES, Luca; HANSMANN, Henry B.; HERTIG, Gérard; HOPT, Klaus J.; KANDA, Hideki; ROCK, Edward B. *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*. Second Edition, New York: Oxford, 2009, p. 162.

concessões detidas pelas controladas da Eletrobrás⁶¹ tinha vencimento previsto para o ano de 2017, sem que houvesse normas dispendo sobre sua eventual renovação. Dentre as várias concessionárias prejudicadas com a incerteza sobre a eventual renovação das concessões e quanto ao valor da indenização devida pela União Federal, a Eletrobrás era das mais afetadas.

Parte desta incerteza dizia respeito à forma e à base de cálculo de eventual indenização a ser paga pela União Federal. Assim com outras concessionárias, os administradores da Eletrobrás entendiam, com fundamento nos artigos 35 e 36 da Lei Federal nº 8.987/1995⁶², que tal indenização corresponderia ao saldo contábil remanescente dos ativos de concessão, devidamente atualizado. Assim a Eletrobrás vinha depreciando e amortizando tais ativos de concessão com base nas taxas que constavam no manual de contabilidade do setor elétrico⁶³, aprovado pela Agência Nacional de Energia Elétrica - ANEEL.

Em 11.9.2012, foi editada a Medida Provisória nº 579 (MP 579), conforme alterada e posteriormente convertida na Lei Federal nº 12.783/2013. Dentre outros efeitos, o texto final da MP 579 determinou a redução de encargos setoriais e condicionou a renovação das concessões à aceitação de determinados termos pelas concessionárias, dentre os quais se destacam (i) a vinculação das concessionárias a uma tarifa especificada em portarias do Ministério das Minas e Energia, inferiores às praticadas até o momento; (ii) a antecipação das medidas propostas na MP 579 em até 60 meses do vencimento original dos contratos de concessão a serem renovados e; (iii) a adesão das concessionárias ao valor novo de reposição (VNR), método de cálculo de investimento ainda não depreciados ou amortizados para fins de indenização.

Nessas condições, a renovação antecipada das concessões pela Eletrobrás implicaria indiretamente na renúncia da Eletrobrás a prerrogativa de questionar a

⁶¹ As Controladas da Eletrobrás em questão são: (i) FURNAS – Centrais Elétricas S.A.; (ii) Centrais Elétricas do Norte do Brasil S.A. – ELETRONORTE; (iii) Companhia Hidro Elétrica do São Francisco – CHESF; e (iv) Empresa Transmissora de Energia Elétrica do Sul do Brasil S.A. – ELETROSUL

⁶² Artigo 35, § 1º Extinta a concessão, retornam ao poder concedente todos os bens reversíveis, direitos e privilégios transferidos ao concessionário conforme previsto no edital e estabelecido no contrato; Art. 36. A reversão no advento do termo contratual far-se-á com a indenização das parcelas dos investimentos vinculados a bens reversíveis, ainda não amortizados ou depreciados, que tenham sido realizados com o objetivo de garantir a continuidade e atualidade do serviço concedido.

⁶³ Disponível em <http://www2.aneel.gov.br/arquivos/PDF/MCSE_-_Revis%C3%A3o.pdf>, acesso em 22.6.2017.

metodologia de apuração da indenização devida pelo método no VNR, cujos resultados eram substancialmente inferiores aos que se entendia serviriam de base para eventual indenização.

Nesse ínterim, o conselho de administração da Eletrobrás convocou assembleia geral para deliberar sobre a renovação antecipada das concessões. Nesse sentido, a diretoria e o conselho de administração se posicionaram em favor da aprovação da renovação antecipada das concessões.

A assembleia geral ocorreu em 3.12.2012, ocasião em que foi aprovada a renovação antecipada das concessões, com o voto favorável da União Federal, do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), e da BNDES Participações S.A. (BNDESPAR), e o voto contrário de praticamente todos os acionistas minoritários presentes⁶⁴. Nota-se que o voto da União Federal e das empresas a ela ligadas em favor da renovação antecipada deu-se mesmo após estas mesmas entidades terem repetidamente aprovado em assembleia geral as demonstrações financeiras da Eletrobrás que retratavam o entendimento da companhia quanto ao valor das indenizações devidas.

A relatora do feito, a diretora Luciana Dias, inicialmente tratou da questão referente ao aparente conflito entre as proibições ao exercício do direito de voto, constantes do artigo 115 da LSA, com a prerrogativa outorgada ao controlador de sociedade de economia mista pelo artigo 238 da LSA, que o autoriza a orientar as atividades da companhia de modo a atender ao interesse público que justificou a sua criação⁶⁵.

Em apertado resumo do excelente voto exarado pela relatora, integralmente acompanhado sem ressalvas pelos demais diretores, entendeu-se que o artigo 238 da LSA não oferece ao controlador público poderes mais amplos ou abrangentes que aquelas oferecidos a um controlador privado, mas unicamente impede que sejam questionadas as decisões que visam promover o interesse público primário que justificou a criação das respectivas sociedades. Neste sentido, o interesse primário seria aquele

⁶⁴ LORIA, Eli; KALANSKY, Daniel. Processo Sancionador e Mercados de Capitais: Estudo de Casos e Tendências; Julgamentos da CVM – São Paulo: Quartier Latin, 2016, p. 300

⁶⁵ Art. 238. A pessoa jurídica que controla a companhia de economia mista tem os deveres e responsabilidades do acionista controlador (artigos 116 e 117), mas poderá orientar as atividades da companhia de modo a atender ao interesse público que justificou a sua criação.

coletivamente confiado ao Estado, em contraposição ao interesse público secundário, exclusivo do Estado enquanto entidade autônoma. De acordo com a interpretação do colegiado da CVM, a renovação antecipada das concessões constituiria um interesse meramente secundário da União Federal.

A prerrogativa garantida pelo artigo 238 da LSA tampouco outorgaria ao Estado carta branca para desprezar a natureza lucrativa das companhias, ou para a ignorar outras normas que igualmente constam da Lei das Sociedades por Ações. Apesar de permitir-se ao controlador público adotar uma conduta não-maximizadora de lucros, os quais não podem ser indefinidamente suprimidos ou negados aos demais acionistas, sendo a lucratividade traço característico de qualquer sociedade por ações. Nas palavras de Mario Engler⁶⁶, citado pela ilustre relatora:

[O] exercício qualificado do poder de controle acionário não pode chegar ao ponto de subverter o tipo societário e violar o direito essencial de participar dos lucros sociais (cf. art. 109 da Lei nº 6.404/76) (...) a ausência reiterada de apuração de lucros e pagamento de dividendos pela companhia pode constituir motivo para os acionistas minoritários requererem a dissolução judicial, por impossibilidade de cumprimento de seu fim.

No mesmo sentido entende Carlos Ari Sunfeld⁶⁷, ao afirmar que:

Por definição, sociedades de economia mista são as que conjugam capitais governamentais e particulares. Destarte, a razão vital desse gênero de pessoa é a viabilidade de desenvolver-se eficazmente atividade pública – e daí a participação do Estado, interessado nessa atividade – e, ao mesmo tempo, produzir saldos econômicos apropriáveis, o que enseja a afluência de capitais privados. Sem essa equação, a sociedade de economia mista inexistiria. Portanto, é pressuposto lógico – e por isso jurídico, visto a existência da sociedade de economia mista haver sido prevista constitucional e legalmente – de sua constituição o regime lucrativo, ainda quando se trate de exploradora de serviço público.

Dessa forma, o controlador público não poderia se escusar ao cumprimento da proibição imposta pelo parágrafo primeiro do artigo 115 da Lei das Sociedades por Ações.

⁶⁶ PINTO JUNIOR, Mario Engler. Empresa estatal: função econômica e dilemas societários. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2013. p. 359.

⁶⁷ SUNDFELD, Carlos Ari. Entidades administrativas e noção de lucro, in Revista Trimestral de Direito Público, nº 6, 1994, p. 267

Para o colegiado da CVM, verificou-se o conflito de interesses da União Federal e das entidades a ela vinculadas no momento em que a aprovação da renovação antecipada das concessões implicaria a renúncia pelas controladas da Eletrobrás aos direitos a indenizações existentes, e ao direito de questionar judicialmente a forma de cálculo imposta pelo VNR.

Em conclusão, a relatora afirma que (i) o parágrafo primeiro do artigo 115 da LSA se aplica a sociedades de economia mista, mesmo quando o objeto da deliberação possa ser entendido como relevante às razões que justificam a criação da companhia, como os contratos de concessão; e que (ii) o objeto da AGE (renovação dos contratos de concessão) dizia respeito à situação que configura conflito de interesses, ensejando a aplicação do parágrafo primeiro do artigo 115 da LSA e, por consequência, o impedimento do voto por parte da União Federal.

Nota-se neste caso, portanto, o entendimento do colegiado em favor da aplicação da teoria do conflito formal de interesses, visto que, aos olhos do colegiado, a mera situação de aparente conflito, verificada *ex ante* e sob um prisma eminentemente teórico, justificaria a proibição do exercício do direito de voto, devendo o controlador se abster na respectiva deliberação.

3. ANÁLISE ECONÔMICA DO INTERESSE CONFLITANTE EM TRANSAÇÕES ENTRE PARTES RELACIONADAS

De acordo com o economista Paul Samuelson⁶⁸, “[a] economia é o estudo de como as pessoas e a sociedade decidem empregar recursos escassos, que poderiam ter utilizações alternativas, para produzir bens variados e para os distribuir para consumo, agora ou no futuro, entre várias pessoas e grupos da sociedade”.

Relativamente ao estudo sobre a formação e execução de negócios jurídicos, as principais correntes econômicas convergem⁶⁹ ao afirmar que o modelo neoclássico tradicional, também denominado: a chamada “teoria do equilíbrio geral”⁷⁰, que presumia a construção de um cenário ideal composto por consumidores e produtores oniscientes, provedor da ordem e do bem-estar⁷¹, não seria suficiente nem adequado para explicar os fenômenos macroeconômicos.

Na prática, pessoas normalmente se comportam estrategicamente em face de um cenário menos que perfeito, estando sujeitos a assimetrias de informação e contingências imprevisíveis no momento da contratação. Resta claro que a relação contratual representada teoricamente pela teoria neoclássica, na prática, estava sujeita a ineficiências⁷².

Para que alguém realize uma transação, é necessário descobrir quem é a outra parte com a qual essa pessoa deseja negociar, informar às pessoas sobre sua disposição para negociar e sobre as condições sob as quais deseja negociar, conduzir as tratativas negociais de forma a alcançar os melhores preços e condições, formular os instrumentos contratuais, promover a fiscalização de forma a garantir o cumprimento dos contratos, e assim por diante. Tais operações são, geralmente, extremamente custosas. Custosas o

⁶⁸ SAMUELSON, Paul Anthony; NORDHAUS, William D. *Economia*. 12. Ed. Portugal, 1988.

⁶⁹ BROUSSEAU, Eric; GLACHANT, Jean-Michel (Ed.). *The Economics of Contracts: Theory and Applications*. EUA: Cambridge University Press, 2002, p.3

⁷⁰ PASSOS, Carlos Roberto Martins; NOGAMI, Otto. *Princípios de Economia*. 6.ed. ver. São Paulo: Cengage Learning, 2015, p.4.

⁷¹ GANEN, A. Teoria neoclássica: a face econômica da razão positiva. In: *Literatura econômica*. Rio de Janeiro: IPEA, v. 11, n. 2, 1989.

⁷² COASE, Ronald. The Nature of the Firm. *EUA: Economica*, v. 4, n. 16, Nov. 1937, p. 396.

suficiente para evitar a ocorrência de transações que seriam levadas a cabo em um mundo em que o sistema de preços funcionasse sem custos⁷³.

Uma vez que os custos das transações realizadas no mercado são levados em conta, fica claro que a aludida realocação de direitos somente ocorrerá quando o aumento no valor da produção por ela gerado for maior do que os custos incorridos para implementá-la.

Nesse contexto, companhias representam uma alternativa à organização da produção através das transações no mercado, por meio da qual poder-se-ia poderia alcançar o mesmo resultado a um custo menor, possibilitando um maior ganho⁷⁴. No interior da companhia, as barganhas individuais entre os vários fatores de produção são eliminadas e substitui-se uma transação no mercado por uma decisão administrativa.

No mesmo sentido, conforme explica Professor André Antunes Camargo⁷⁵, “transações entre partes relacionadas são celebradas justamente para mitigar os referidos riscos e fricções contratuais, normalmente verificáveis quando a contraparte é totalmente desvinculada uma da outra, em uma relação normal de mercado”. Dessa forma, partes relacionadas evitam ineficiências negociais tais como (i) comportamentos estratégicos; (ii) custos de agência; (iii) risco moral; (iv) assimetria informacional; (v) contratos incompletos ou imperfeitos⁷⁶, dentre outras.

Destarte, impera ressalva que inexiste no âmbito do direito brasileiro qualquer proibição jurídica à celebração de TRPs. Existem, naturalmente, limitações, recomendações e sanções, como por exemplo o quanto constante no objeto inicial deste trabalho, o artigo 115 da LSA⁷⁷.

Partes relacionadas podem ser amplamente conceituadas, como quaisquer entidades ou indivíduos, com os quais uma companhia possa celebrar negócio jurídico

⁷³ TOWNSEND, Robert M. Optimal Contracts and Competitive Markets with Costly State Verification. *EUA: Journal of Economic Theory*, n. 21, 1979, p. 8.

⁷⁴ COASE, Ronald. The Nature of the Firm. *EUA: Economica*, v. 4, n. 16, Nov. 1937, p. 400

⁷⁵ CAMARGO, André Antunes Soares de. *Transações entre partes relacionadas: um desafio regulatório complexo e multidisciplinar*. 2. ed. São Paulo: Almedina, 2014, p. 169

⁷⁶ HART, Oliver; MOORE, John. Foundations of Incomplete Contracts. *EUA: The Review of Economic Studies*, v. 66, n. 1, Jan. 1999, p. 127.

⁷⁷ FRANÇA, Erasmo Valladão de Azevedo e Novaes. Conflito de Interesses: Formal ou Material? Nova Decisão da CVM sobre a questão (jurisprudência comentada). In *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, nº 128, 2002, p. 252.

em condições não-comutativas e não-independentes, as quais seriam aplicáveis às transações com terceiros não relacionados e não vinculados à companhia.

De acordo com o Comitê de Pronunciamentos Contábeis, órgão submetido ao Conselho Federal de Contabilidade, criado pela Resolução CFC 1.055/2005, o conceito de parte relacionada, aprovado pelo Pronunciamento Técnico CPC 05(R1), se fundamenta encontra-se transcrito a seguir⁷⁸:

Parte relacionada é a pessoa ou a entidade que está relacionada com a entidade que está elaborando suas demonstrações contábeis (neste Pronunciamento Técnico, tratada como “entidade que reporta a informação”).

(a) Uma pessoa, ou um membro próximo de sua família, está relacionada com a entidade que reporta a informação se: (i) tiver o controle pleno ou compartilhado da entidade que reporta a informação; (ii) tiver influência significativa sobre a entidade que reporta a informação; ou (iii) for membro do pessoal chave da administração da entidade que reporta a informação ou da controladora da entidade que reporta a informação.

(b) Uma entidade está relacionada com a entidade que reporta a informação se qualquer das condições abaixo for observada: (i) a entidade e a entidade que reporta a informação são membros do mesmo grupo econômico (o que significa dizer que a controladora e cada controlada são interrelacionadas, bem como as entidades sob controle comum são relacionadas entre si); (ii) a entidade é coligada ou controlada em conjunto (joint venture) de outra entidade (ou coligada ou controlada em conjunto de entidade membro de grupo econômico do qual a outra entidade é membro); (iii) ambas as entidades estão sob o controle conjunto (joint ventures) de uma terceira entidade; (iv) uma entidade está sob o controle conjunto (joint venture) de uma terceira entidade e a outra entidade for coligada dessa terceira entidade; (v) a entidade é um plano de benefício pós-emprego cujos beneficiários são os empregados de ambas as entidades, a que reporta a informação e a que está relacionada com a que reporta a informação. Se a entidade que reporta a informação for ela própria um plano de benefício pós-emprego, os empregados que contribuem com a mesma serão também considerados partes relacionadas com a entidade que reporta a informação; (vi) a entidade é controlada, de modo pleno ou sob controle conjunto, por uma pessoa identificada na letra (a); (vii) uma pessoa identificada na letra (a)(i) tem influência significativa sobre a entidade, ou for membro do pessoal chave da administração da entidade (ou de controladora da entidade); (viii) a entidade, ou qualquer membro de grupo do qual ela faz parte, fornece

⁷⁸ Nota-se nesse ponto que a CVM, por meio da Deliberação CVM nº 642/2010, aprovou e tornou obrigatório, para as companhias abertas, o Pronunciamento Técnico CPC 05(R1). Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/deli/anexos/0600/deli642.pdf>, acesso em 22.6.2017

serviços de pessoal-chave da administração da entidade que reporta ou à controladora da entidade que reporta.

Quando essas partes relacionadas celebram contratos entre si, tais como vendas de ativos, contrato para o fornecimento de bens ou para prestação de serviços, concessão de empréstimos, licenciamento de propriedade intelectual, dentre outras, tais interações são consideradas transações com partes relacionadas (TPRs).

Ao analisar os fundamentos justificadores da realização de TPR, considerando a ampla variedade de diferentes tipos desse gênero de transação, destaca-se um binômio (aparentemente conflitante) de natureza eminentemente econômica: de um lado, as TPR fundamentam-se e se justificam na busca por otimizar o uso dos recursos empregados e à disposição das partes em primeiro lugar, como forma de, ultimamente, maximizar os resultados para os investidores; De outro lado, existe sempre a preocupação, no âmbito de uma TPR, de preservar e defender os interesses das demais partes interessadas e potencialmente afetadas pela sua execução (tais como, sem limitação, acionistas minoritários, funcionários, stakeholders, entidades de classe, órgãos reguladores, etc.).

Nesse sentido, impulsionaram-se as pesquisas relativas à análise das TPRs e de seus impactos. Na esteira dos resultados alcançados pelos estudos realizados por Elizabeth Gordon, Elaine Henry e Darius Palia⁷⁹, surgiram duas vertentes teóricas referentes a TPRs: a hipótese de conflito de interesses e a hipótese de transações eficientes.

A primeira vertente, também referida como a hipótese do conflito de interesses⁸⁰, sustenta que as TPRs são necessariamente danosas para os acionistas minoritários, implicando a expropriação de sua riqueza e de seus interesses legítimos por parte dos acionistas majoritários, a partir de uma presunção que estes, na medida de suas possibilidades, agirão de forma oportunista, estando as TPRs, por este prisma, intimamente relacionadas com fraudes financeiras e gerenciamento artificial de resultados contábeis.

⁷⁹ GORDON, E.; HENRY, E.; PALIA, D. Related party transactions: associations with corporate governance and firm value. EFA 2004 Maastricht Paper, n. 4377, 2004. Disponível em < http://www.business.rutgers.edu/sites/default/files/palia/advances_04.pdf>, acesso em 22.6.2017.

⁸⁰ JENSEN, M., & MECKLING, W. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. Journal of Financial Economics, 3, 1976, p. 350.

Por esta teoria, constituiriam exemplos de TPRs danosas aos interesses e ao capital dos acionistas da companhia, dentre outras, (i) a compra e venda de mercadorias ou a para a aquisição de serviços a um preço superior ao praticado por indivíduos sujeitos às condições normais de mercado; (ii) a contração de empréstimos com base em uma taxa de juros superior àquela praticada por instituições financeiras independentes; e (iii) a transferência de bens e ativos entre partes relacionadas sem ônus financeiro⁸¹.

Também devem ser considerados, para os fins desta teoria, o conceito de *tunneling*⁸², termo pelo qual é conhecido o fenômeno da transferência de ativos e lucros para benefício dos acionistas controladores⁸³, através da realização de TPR deliberadamente ineficientes. Este efeito pode também ser verificado nas ações dos administradores e diretores das companhias, por ocasião da celebração, por exemplo, de contratos comerciais para a compra ou venda de produtos ou ativos por preços discrepantes com os preços praticados pelo mercado⁸⁴⁻⁸⁵.

Nesse íterim, é importante ressaltar que, considerando a realidade atualmente existente no Brasil, no que se refere aos baixos padrões e efetividade de governança corporativa das companhias em geral⁸⁶, bem como a uma cultura corporativa marcada por altos níveis de concentração de capital social e de cumulação de funções entre acionistas, conselheiros, e diretores, baixos padrões de governança corporativa⁸⁷, observa-se um aumento na assimetria de informações entre as partes relacionadas, de um lado, e as demais partes envolvidas ou afetadas pelas TPRs, o que pode resultar em abusos por parte das partes relacionadas em face destes últimos.

⁸¹ KLEIN, A. The economic determinants of audit committee independence. *The Accounting Review*, 77, 435–452.

⁸² AHARONY, J.; WANG, J.; YUAN, H. Tunneling as an incentive for earnings management during the IPO process in China. *Journal of Accounting and Public Policy*, v. 29, p. 1–26, 2010.

⁸³ JOHNSON, Simon; LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. Tunneling. *The American Economic Review*, v.90, n. 2, 2000, p.22-27.

⁸⁴ SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, v.52, n.2, 1997, p. 737-783.

⁸⁵ CHEUNG, Yan-Leung; QI, Yuehua; RAU, Raghavendra; STOURAITIS, Aris. Buy High, Sell Low: How Listed Firms Price Asset Transfers in Related Party Transactions. 2008. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1286883>>.

⁸⁶ CARVALHAL DA SILVA, A. L.; LEAL, R. P. C. Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil, *Revista Brasileira de Finanças*, v. 3, n. 1, p. 1-18, 2005.

⁸⁷ SIFFERT FILHO, N. Governança corporativa: padrões internacionais e evidências empíricas no Brasil nos anos 90. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v.5, n. 9, 1998, p. 12

Por outro lado, de acordo com a hipótese de transações eficientes, as TPRs têm o potencial de trazer benefícios para as companhias, podendo ser utilizadas como ferramenta para promover o objeto social e alcanças os respectivos objetivos econômicos subjacentes. De acordo com os teóricos dessa vertente, as TPRs justificam-se pela diminuição da assimetria de informações entre as partes relacionadas contratantes, o que ocasionaria ganhos transacionais e, conseqüentemente, em uma maior eficiência, bem como pela possibilidade de melhor alocação de recurso destinados a investimentos internos⁸⁸. Com isso, e contrariamente ao afirmado pela teoria do conflito de interesses, os acionistas minoritários, a companhia, e os demais stakeholders seriam na realidade beneficiados pelas TPRs⁸⁹.

Dentro desta hipótese (de transações eficientes), as existiria uma clara relação entre a formação de grupos empresariais e das TPRs em si com (i) aumento do desenvolvimento econômico; (ii) aumento da infraestrutura e inovação institucional; (iii) benefícios financeiros e intangíveis; (iv) aumento do valor e rentabilidade financeira; e (v) distribuição dos riscos e melhor alocação de recursos.

Nesse sentido, os teóricos defensores desta teoria listam, como transações que culminam com um ganho deficiência e com o aumento da riqueza da companhia e dos seus acionistas, por exemplo: (a) a utilização de fundos privados de um acionista controlador com o objetivo oferecer apoio à companhia em caso de dificuldades financeiras momentâneas; (b) a realização de *joint venture* para promover a união de vantagens competitivas e o desenvolvimento de uma atividade comum com ganhos relativos de eficiência; (c) transferência de ativos intangíveis ou não produtivos para companhias localizadas em localidades com tributação favorecida, de forma a aumentar a riqueza absoluta das partes relacionadas; (iv) a facilitação da padronização de processo; e (v) o compartilhamento de métodos, know-how, prioridade industrial e outras formas de tecnologias que, estrategicamente, devam ser tratadas em caráter de sigilo.

Nas palavras do Professor André Antunes Camargo⁹⁰:

⁸⁸ KOHLBECK, M.; MAYHEW, B. W. Valuation of firms that disclose related party transactions. *Journal of Accounting and Public Policy*, v. 29, p. 115-137, 2010.

⁸⁹ ARIFF, A. M.; HASHIM, H. A. The breadth and depth of related party transactions disclosures. *International Journal of Trade, Economics and Finance*, v. 4, n. 6, p. 388-392, dez. 2013.

⁹⁰ CAMARGO, André Antunes Soares de. *Transações entre partes relacionadas: um desafio regulatório complexo e multidisciplinar*. 2. ed. São Paulo: Almedina, 2014, p. 238

Sob o ponto de vista econômico, o tema traduz uma escolha pela obtenção da máxima eficiência na alocação de recursos nesse ambiente, por meio da obtenção de economias de escala e de escopo, trazendo melhor vantagem competitiva do grupo no mercado em que atua e um verdadeiro “seguro” contra choques externos, que possam comprometer a sua atividade. [...] A celebração de tais transações representa também uma verdadeira decisão estratégica. A circulação (ou mesmo o compartilhamento) de ativos e recursos entre as partes pertencentes a um grupo sempre serve a alguma estratégia conduzida normalmente pelo acionista controlador, com o objetivo de maximizar as interações internas desse verdadeiro microssistema grupal.

Também nesse sentido entende o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC)⁹¹, ao afirmar que “TPRs são justificáveis ao agregarem valor às organizações com baixo custo de transação, em virtude do relacionamento entre as partes contratantes. Porém, em alguns dos casos, TPRs podem ser prejudiciais às organizações e seus sócios, sobretudo, em razão do conflito de interesses a elas inerente e dos custos de monitoramento”.

Para os referidos autores, em resumo, TRPs seriam uma forma para as companhias de, quando realizadas adequadamente, reduzir os custos de transação e atingir a eficiência na utilização de seus ativos e capitais.

Com esse intuito, e como forma geral para prevenir e, na medida do possível remediar os possíveis abusos e assimetrias informacionais indicadas ao longo deste capítulo, observa-se o surgimento, nos últimos anos, de instrumentos e normativas de caráter não coercitivo, cujo uso é amplamente reconhecidos e incentivados, para promover, de maneira complementar, a disciplina das TPRs. Nesse sentido, segundo o Professor André Antunes Camargo⁹²:

(...) toda a contratação dentro de um grupo, portanto, merece especial atenção. Se o acionista controlador pode, de fato, contratar com a companhia, desde que em condições equitativas, não se trata somente de limitar a liberdade de contratar com a regra contida no artigo 117, § 1º, “f”, da LSA. O que se tutela com essa regra, de fato, é a possibilidade de

⁹¹ INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Carta diretriz nº 4: transações entre partes relacionadas. São Paulo: IBGC, 2014. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/userfiles/files/Carta_Diretriz_4.pdf>. Acesso em 22.6.2017.

⁹² CAMARGO, André Antunes Soares de. Transações entre partes relacionadas: um desafio regulatório complexo e multidisciplinar. 2. ed. São Paulo: Almedina, 2014, p. 81

ocorrer alguma influência específica para que tal contratação ocorra, a qual poderá ser levada a cabo em condições parciais e benéficas somente para uma ou ambas as partes contratantes, materializadas por termo e condições prejudiciais aos demais sócios e credores daquela sociedade ou grupo empresarial em questão.

Nesse ponto, ressalta-se, no ambiente nacional, as atividades e ações promovidas pelo IBGC, com ressalva especial para o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa⁹³, em que se apresenta, de forma estritamente objetiva, aos conselheiros das companhias um dever de diligência e lealdade na condução dos negócios sociais em face de TPRs, com a indicação de medidas e procedimentos para o tratamento, conduções e informação acerta de matérias referentes ou relacionadas a TPRs:

O conselho de administração tem o dever de administrar e monitorar transações com potenciais conflitos de interesses, ou aquelas que, direta ou indiretamente, envolvam partes relacionadas (conselheiros, diretores e/ou sócios).

(...)

a) O conselho de administração deve zelar para que transações entre partes relacionadas sejam conduzidas dentro de parâmetros de mercado em todos os aspectos (ex.: preço, prazo, garantias e condições gerais). Em seu exercício, o conselho de administração deve solicitar à diretoria alternativas de mercado à transação entre partes relacionadas em questão, ajustadas pelos fatores de risco envolvidos. Deve, ainda, garantir que as transações entre partes relacionadas sejam reportadas adequadamente nos relatórios da organização.

b) O estatuto/contrato social pode exigir que transações entre partes relacionadas sejam aprovadas pelo conselho de administração (com a exclusão de eventuais membros com interesses potencialmente conflitantes). Sempre que necessário, transações entre partes relacionadas devem ser embasadas por laudos de avaliação independentes, elaborados com base em premissas realistas e informações referendadas por terceiros. Na elaboração de tais laudos, não podem participar quaisquer partes envolvidas na operação em questão, sejam elas bancos, advogados, empresas de consultoria especializada, dentre outros.

c) Formas de remuneração de assessores, consultores ou intermediários que gerem conflito de interesses com a organização, os administradores, os sócios ou classes de sócios devem ser evitadas. Empréstimos e

⁹³ INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Código das melhores práticas de governança corporativa. 5.ed. / Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. – São Paulo, SP: IBGC, 2015.

garantias em favor do controlador e dos administradores devem ser proibidos. O estatuto/contrato social da organização deve vedar essas operações e prever políticas para a realização de transações entre partes relacionadas. Empréstimos entre empresas do mesmo grupo devem ser evitados, com exceção daqueles nos quais não haja diferença entre a composição acionária/societária das partes envolvidas.

d) Reestruturações societárias envolvendo partes relacionadas devem assegurar tratamento equitativo para todos os acionistas.

Uma vez que, como restou demonstrado nesta seção do trabalho, as TPRs constituem possível prática de caráter estratégico para companhias e grupos econômicos, sendo exponencial o crescimento de sua utilização e relevância, é absolutamente necessário que sejam aperfeiçoados os mecanismos, *interna corporis* e legislativos, que permitam o controle e adequação destas operações.

Nesse sentido, parece ser insuficiente e ineficiente limitar a regulamentação e fiscalização de TPRs tão somente, como faz a lei societária atualmente, ao controle dos atos e anseios subjetivos dos acionistas e administradores. Idealmente, o controle exercido sobre as TPRs deveria perpassar todas as etapas de sua existência, desde a contratação até o encerramento.

4. CONCLUSÃO

Como se pode ver pela análise realizada na seção 3 deste trabalho, TPRs são institutos que, potencialmente, levam à uma diminuição do custo de transação das empresas, sobretudo quando realizadas mediante uma política responsável de preços de transferência, otimização de recursos internos, competitividade em função de economia de escala, planejamento fiscal não-evasivo, entre outros benefícios.

Nesse sentido, dada a prova de ganhos de eficiência com a contratação de tais transações pelas companhias, parece-nos fazer pouco sentido que seja proibido *a priori* o voto de um acionista quando desta deliberação advenha ou seja aprovada a relação da entre a companhia e uma parte relacionada ao respectivo acionista e, conseqüentemente, à própria companhia, sob o argumento de que existiria um duplo interesse do acionista na realização desta transação.

Ora, tão natural que, em uma transação plurilateral, que exista uma pluralidade de interesses. A mera pluralidade não implica, nem assim deve ser construída, como o antagonismo ou incompatibilidade dos diversos interesses, como defende a teoria do conflito formal de interesses. Caso tal afirmação fosse verdadeira, a diminuição e custos de transação apresentada por TPRs, demonstrados na seção 3 deste trabalho, seriam impossíveis.

Obviamente, isso não significa dizer que todas as TPRs são eficientes ou ótimas, seja para a companhia, seja para o acionista, seja para a parte relacionada. Como também demonstrado na seção 3 acima, as TPRs também podem ser utilizadas de forma abusiva, incluindo para promover a expropriação dos bens e direitos de acionistas minoritários por meio do fenômeno do *tunneling*.

O papel do direito neste sentido é o de promover medidas para que as TPRs sejam conduzidas de forma aproximarem-se de uma situação ótima na acepção do autor italiano Vilfredo Pareto⁹⁴, segundo o qual o contrato seria eficiente no cenário em que não seja possível aumentar a utilidade de uma transação para uma parte, sem necessariamente diminuir a utilidade da transação para a outra parte. Mais precisamente, o conceito de otimização de eficiências comparativas idealizado por Pareto parte do pressuposto que

⁹⁴ PARETO, Vilfredo. *Manuale di Economia Politica*. Società Editrice Libreria, Milan, 1906

indivíduos naturalmente prefeririam, entre uma situação de possíveis cenários de interesses, a opção mais barata, mais eficiente, mais confiável, ou que de outro modo comparativamente melhore sua condição⁹⁵.

Nesse sentido, é essencial fazer com que as TPRs sejam, a despeito do duplo interesse das partes relacionadas e na medida do possível, uma transação realizada à “distância de um braço”, fazendo-se aqui referência ao princípio natural do direito consuetudinário, posteriormente adorado na literatura do direito econômico. De acordo com o *Black's Law Dictionary*⁹⁶, uma transação é realizada à distância de um braço quando é:

“(...) negotiated by unrelated parties, each acting in his or her own self-interest; the basis for a fair Market value determination. A transaction in good faith in the ordinary course of business by parties with independent interests. (...) The standard under which unrelated parties, each acting in his or her own best interest, would carry out a particular transaction.

Por esse motivo, conclui este trabalho que a defesa dos interesses da companhia e dos demais acionistas contra eventuais abusos por partes do acionista com múltiplos interesses e contra os eventuais danos causados pelo voto exercido em conflito de interesses deve ser exercido, primeiramente, em âmbito *interna corporis*, mediante a adoção de mecanismos eficientes de governança corporativa que garantam a redução das incertezas apontadas pela teoria do conflito de interesses como desabonadoras das TPRs como ferramenta legítima de promoção de interesses da companhia.

Além disso, em âmbito legislativo, e em especial no âmbito da Lei das Sociedades por Ações, não poderia ser outra a conclusão pela predileção do autor à teoria do conflito material de interesses⁹⁷, no sentido de que seria esta a única capaz de, ao mesmo tempo, reconhecer as potenciais vantagens competitivas inerentes às TPRs que decorrente do aparente conflito de interesses existe no voto impugnado nos termos do artigo 115 da LSA, e combater eventuais abusos no exercício de tal direito de voto e na contratação, pela companhia, em condições de interesses concorrentes.

⁹⁵ BARR, N.A. *The Economics of the Welfare State*, Stanford University Press, 1998, p. 46.

⁹⁶ GARNER, Brian A. *Black's Law Dictionary*, Standard Ninth Edition.

⁹⁷ CAMARGO, André Antunes Soares de. *Transações entre partes relacionadas: um desafio regulatório complexo e multidisciplinar*. 2. ed. São Paulo: Almedina, 2014, p.198

REFERÊNCIAS

- ARAGÃO, Paulo César in CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; WARDE JUNIOR, Walfrido Jorge; GUERREIRO, Carolina Dias Tavares (coord.) Direito Empresarial e Outros Estudos em Homenagem ao Processor José Alexandre Tavares Guerreiro. São Paulo: Quartier Latin, 2013
- BARR, N.A. The Economics of the Welfare State, Stanford University Press, California, EUA, 1990.
- BORBA, José Eduardo Tavares. Direito Societário. 9ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2004
- BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Inquérito Administrativo CVM nº TA/RJ2001/497710. Tele Celular Sul Participações S.A. Diretora Relatora Norma Jonssen Parente. Decisão em 19 de dezembro de 2001.
- BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Inquérito Administrativo CVM nº TA/RJ2002/115313. Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil – PREVI e Fundação SISTEL de Seguridade Social. Diretora Relatora Norma Jonssen Parente. Decisão em 06 de novembro de 2002.
- BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ2013/6635. União Federal. Diretora Relatora Luciana Dias. Decisão em 26 de maio de 2015.
- BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo nº RJ2004/549415. Companhia de Bebidas das Américas – AMBEV e Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil S/A – PREVI. Diretor Relator Wladimir Castelo Branco Castro. Decisão em 14 de dezembro de 2004.
- BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo CVM nº RJ2013/10913. Oi S.A. e Tempo Capital Principal Fundo de Investimento de Ações. Diretora Relatora Luciana Dias. Decisão em 25 de março de 2014.
- BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo CVM nº RJ 2009/13179. Tractebel Energia S.A. Diretor Relator Alexsandro Broedel Lopes. Decisão em 09 de setembro de 2010.
- BROUSSEAU, Eric; GLACHANT, Jean-Michel (Ed.). The Economics of Contracts: Theory and Applications. EUA: Cambridge University Press, 2002
- BUARQUE DE HOLANDA FERREIRA, Aurélio. Novo Dicionário Aurélio da Língua Portuguesa. Editora: Positivo - Didáticos. Edição: 4. Ano 2009
- CAMARGO, André Antunes Soares de. Transações entre partes relacionadas: um desafio regulatório complexo e multidisciplinar. 2. ed. São Paulo: Almedina, 2014.

CAMPOS, Luiz Antônio Sampaio. Direito das Companhias. 1ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009

CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. 3ª ed. São Paulo: Saraiva, 2003.

COASE, Ronald. The Nature of the Firm. EUA: *Economica*, v. 4, n. 16, Nov. 1937

COELHO, Fabio Ulhôa. Curso de Direito Comercial. 8ª ed. São Paulo: Saraiva, 2005

COMPARATO, Fábio Konder, SALOMÃO FILHO, Calixto, O Poder de Controle na Sociedade Anônima, São Paulo: Saraiva, 2014, 6ª ed.

COMPARATO, Fábio Konder. Controle conjunto, abuso no exercício do voto acionário e alienação indireta de controle empresarial, in *Direito Empresarial: Estudos e Pareceres*, Saraiva, 1995

DEMSKI, Joel S. Corporate Conflicts of Interest. *Journal of Economic Perspectives*, EUA, v.17, n. 2, 2003.

EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Volume I – Artigos 1º a 120. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

EIZIRIK, Nelson. *Direito Societário – Estudos e Pareceres*. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

EIZIRIK, Nelson. *Temas de Direito Societário*. 1ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2005

ENSEN, M., & MECKLING, W. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 1976.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, *Conflito de interesses nas assembleias de S.A.*, São Paulo: Malheiros, 1993.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Conflito de interesses nas assembleias de S.A: (e outros escritos sobre conflito de interesses)*. 2. ed., rev. e aum. São Paulo, SP: Malheiros, 2014.

FRANÇA, Erasmo Valladão de Azevedo e Novaes. *Conflito de Interesses: Formal ou Material? Nova Decisão da CVM sobre a questão (jurisprudência comentada)*. In *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, nº 128, 2002.

GALGANO, Francesco. *Derecho Comercial*. Bogotá: Editorial Temis S.A, 1999. Vol. II

GANEN, A. Teoria neoclássica: a face econômica da razão positiva. In: *Literatura econômica*. Rio de Janeiro: IPEA, v. 11, n. 2, 1989

GARNER, Brian A. Black's Law Dictionary, Standard Ninth Edition.

GORDON, E.; HENRY, E.; PALIA, D. Related party transactions: associations with corporate governance and firm value. EFA 2004 Maastricht Paper, n. 4377, 2004

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Abstenção de voto e conflito de interesses. In: KUYVEN, Luiz Fernando Martins (coord.). Temas essenciais de Direito Empresarial. São Paulo: Saraiva, 2012.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Conflitos de interesse entre sociedade controladora e controlada e entre coligadas, no exercício do voto em assembleias gerais e reuniões sociais. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo, nº 51, julho/setembro de 1983.

HART, Oliver; MOORE, John. Foundations of Incomplete Contracts. EUA: The Review of Economic Studies, v. 66, n. 1, Jan. 1999

JAMAL, K; MARSHALL, E; TAN, H. Does Disclosure of Conflict of Interest Increase or Decrease Bias?. Auditing: A Journal of Practice & Theory. 35, 1, 89-99, Feb. 2016..

KOZLOVSKI, Wilson. Breves notas de governança corporativa acerca do conflito de interesses na sociedade anônima. Revista Jurídica, Brasília, n. 313, ano 51, pp. 19-40, nov. 2003.

KRAAKMAN, Reinier; ARMOUR, John; DAVIES, Paul; ENRIQUES, Luca; HANSMANN, Henry B.; HERTIG, Gérard; HOPT, Klaus J.; KANDA, Hideki; ROCK, Edward B. The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach. Second Edition, New York: Oxford, 2009.

LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. Direito das Companhias. Vol. I. Rio de Janeiro: Forense. 2009.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. A Lei das S.A. Vol. II, 1996. Rio de Janeiro: Renovar, 1996.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, Comentários à Lei das Sociedades Anônimas, São Paulo: Saraiva, 1980.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Conflito de interesses e vedação de voto nas assembleias das sociedades anônimas. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo, nº 92, outubro/dezembro de 1993.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Estudos e Pareceres sobre Sociedades Anônimas. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1989

LORIA, Eli; KALANSKY, Daniel. Processo sancionador e Mercado de Capitais: Estudos de Casos e Tendências; Julgamentos da CVM – São Paulo: Quartier Latin, 2016.

MANKIWI, N. Gregory. Introdução à Economia. 5.ed. São Paulo: Cengage Learning, 2009.

NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. Conflito de interesses no exercício do direito de voto nas sociedades anônimas (2ª parte). Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, São Paulo, n. 25, ano 7, pp.82-103, jul./set. 2004.

OLSON, M. The Logic of Collective Action: Public Goods and the Theory of Groups. Cambridge: 1971

PARETO, Vilfredo. Manuale di Economia Politica. Società Editrice Libreria, Milano, 1906

PASSOS, Carlos Roberto Martins; NOGAMI, Otto. Princípios de Economia. 6.ed. ver. São Paulo: Cengage Learning, 2015.

PEIXOTO, Carlos Fulgêncio da Cunha. Sociedade por ações. São Paulo: Saraiva, 1973.

PINTO JUNIOR, Mario Engler. Empresa estatal: função econômica e dilemas societários. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2013

POLINSKY, A. Mitchell; SHAVELL, Steven (Ed.). Handbook of law and economics. Amsterdam, UK; North-Holland, 2007.

PONTES DE MIRANDA, Tratado de Direito Privado. Editora Borsoi, 1957, Tomo VI.

PRADO, Viviane Muller. Conflito de interesses nos grupos societários. São Paulo: Quartier Latin, 2006.

RATHENAU, Walter. Von Aktienwesen (Eine geschaeftliche Betrachtung). Berlim, 1917.

REGO, Marcelo Lamy. Direito de Voto. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coords.). Direito das Companhias. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

RIBEIRO, Renato Ventura. Direito de Voto nas Sociedades Anônimas. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

SALANIÉ, Bernard. The Economics of Contracts. 2.ed. EUA: The MIT Press, 2005.

SALOMÃO FILHO, Calixto. Conflito de interesses: a oportunidade perdida. In: LOBO, Jorge (Coord.). Reforma da Lei das Sociedades Anônimas. Rio de Janeiro: Forense, 2002.

SALOMÃO FILHO, Calixto. O Novo Direito Societário. 4ª ed. São Paulo: Malheiros, 2011.

SAMUELSON, Paul Anthony; NORDHAUS, Willian D. Economia. 12. Ed. Portugal, 1988

SIFFERT FILHO, N. Governança corporativa: padrões internacionais e evidências empíricas no Brasil nos anos 90. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v.5, n. 9, p. 1-23, 1998

SUNDFELD, Carlos Ari. Entidades administrativas e noção de lucro, in Revista Trimestral de Direito Público, n° 6, 1994

TAVARES BORBA, José Edwaldo. Direito Societário. 12ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2010.

TOWNSEND, Robert M. Optimal Contracts and Competitive Markets with Costly State Verification. EUA: Journal of Economic Theory, n. 21, 1979.

VON GIERKE, Otto Friederich. Uber die Geschichte des Majoritatsprinzips, in Essays in Legal History (1913) 312-35